

الإفصاح والشفافية في المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية المتداولة في البورصة

دراسة قانونية مقارنة

الأستاذ/ جمال عبد العزيز العثمان
ماجستير قانون تجاري

الناشر
دار النهضة العربية
٣٢ شارع عبد الخالق ثروت - القاهرة
٢٠١٠

الافصاح والشفافية في المعلومات المتعلقة
بالأوراق المالية المتداولة في البورصة

دراسة قانونية مقارنة

الافصاح والشفافية في المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية المتداولة في البورصة

دراسة قانونية مقارنة

الأستاذ

جمال عبد العزيز العثمان

ماجستير قانون تجاري

٢٠١٠

الناشر

دار النهضة العربية

٣٢ شارع عبد الخالق ثروت - القاهرة

سنة الطبع: ٢٠١٠

رقم الإيداع: ٢٣٨٤٦ / ٢٠٠٩

الترقيم الدولى: I.S.B.N : 978-977-04-6301-7

بِسْمِ ٱللَّهِ ٱلرَّحْمَٰنِ ٱلرَّحِيمِ

يَٰٓأَيُّهَا ٱلَّذِينَ
ءَامَنُوا۟ لَا تَأْكُلُوٓا۟ أَمْوَٰلَكُم بَيْنَكُم بِٱلْبَٰطِلِ إِلَّآ أَن
تَكُونَ تِجَٰرَةً عَن تَرَاضٍ مِّنكُمْ ۚ وَلَا تَقْتُلُوٓا۟ أَنفُسَكُمْ ۚ
إِنَّ ٱللَّهَ كَانَ بِكُمْ رَحِيمًا ﴿٢٩﴾

صدق الله العظيم

الآية ٢٩ سورة النساء



شكـــر وتقـديـــر

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَٰنِ الرَّحِيمِ

وَوَصَّيْنَا الْإِنسَانَ بِوَالِدَيْهِ إِحْسَانًا ۖ حَمَلَتْهُ أُمُّهُ كُرْهًا وَوَضَعَتْهُ كُرْهًا ۖ وَحَمْلُهُ وَفِصَالُهُ ثَلَاثُونَ شَهْرًا ۚ حَتَّىٰ إِذَا بَلَغَ أَشُدَّهُ وَبَلَغَ أَرْبَعِينَ سَنَةً قَالَ رَبِّ أَوْزِعْنِي أَنْ أَشْكُرَ نِعْمَتَكَ الَّتِي أَنْعَمْتَ عَلَيَّ وَعَلَىٰ وَالِدَيَّ وَأَنْ أَعْمَلَ صَالِحًا تَرْضَاهُ وَأَصْلِحْ لِي فِي ذُرِّيَّتِي ۖ إِنِّي تُبْتُ إِلَيْكَ وَإِنِّي مِنَ الْمُسْلِمِينَ ﴿١٥﴾

صدق الله العظيم [1]

وأصلي وأسلم على سيدنا محمد صلى الله عليه وسلم ، نبينا ومعلمنا وقدوتنـــا.

في البداية أتقدم بالشكر والعرفان لوالدي ووالدتي اللذين جدا وسهرا الليالي حتى وصلتُ إلى ما وصلت إليه ، داعياً لهما بالعمر المديد في الدنيا ، والرحمة في الآخرة .

والشكر الجزيل والامتنان الكبير إلى الأستاذين الفاضلين : الأستاذ الدكتور فايز نعيم رضوان ، الأستاذ الدكتور عبيد علي أحمد الحجازي ، وإلـــى كـــل مـــن اللواء الدكتور محمد أحمد بن فهد ، والأستاذ الدكتور محمد عبدالحميـــد القاضـــي ، بالإضافة إلى جميع الأساتذة الأفاضل في أكاديمية شرطة دبي .

(1) الآية ١٥ - سورة الأحقاف .

الإهـــــــــداء

============

إلى والدي ووالدتي.. عرفاناً وبراً بهما ،،

إلى زوجتي الحبيبة.. رفيقة الدرب ،،

إلى أولادي الأعزاء.. (عبدالله) و (توجان) ،،

إلى إخوتي وأخواتي.. اعتزازاً وتقديراً ،،

إلى روح ابنتي (هدى).. داعياً المولى عز وجل أن يجمعني بها في دار الخلد.

إلـــى جميع هؤلاء أهدي هذا العمل المتواضع ..

جمال العثمان

والشكر الجزيل موصول إلى جميع أمناء المكتبات ومنتسبيها في دولة الإمارات العربية المتحدة وخارجها ، لما قدموه لي من خدمات في الحصول على المراجع العلمية التي استعنت بها في إعداد هذه الرسالة .

ولا يفوتني – أيضاً – أن أتوجه بالشكر إلى الجهات الإدارية لدى كل من هيئات الأوراق المالية وإدارات بورصات الأوراق المالية والمؤسسات المالية في دولة الإمارات العربية المتحدة وفي غيرها من الدول الأخرى .

والشكر والامتنان موصول إلى زوجتي وأولادي وذلك للمعاناة التي تحملوها ولصبرهم على انشغالي عنهم طيلة فترة دراستي في مرحلة الدبلوم والماجستير داعياً المولى عز وجل أن يجزيهم على ذلك خير الجزاء .

وفي الختام فجزيل الشكر والامتنان لكل من شارك في إبداء الرأي أو تقديم النصح والإرشاد والتوجيه وكل من ساهم في تمكين المؤلف من إخراج هذا العمل المتواضع إلى حيز الوجود .

المؤلف

بسم الله الرحمن الرحيم

المـــقـــدمـــــة

- **تمهيــــد :**

الحمد لله الذي بنعمته تتم الصالحات ، والصلاة والسلام على أشرف المخلوقات وسيد الكائنات ، خاتم النبيين وإمام المرسلين ، وخير خلق الله أجمعين ورحمة الله للعالمين ، سيدنا محمد صلى الله عليه وسلم وعلى آله وصحبه أجمعين ، ومن تبعهم بإحسان إلى يوم الدين .. وبعد ،،

فإن أهمية البحث العلمي الجاد والرصين تظهر جليةً في نهضة الشعوب وتقدم الأمم ، ومن هذا المنطلق جاء اختيارنا لموضوع هذا الكتاب :

الإفصاح والشفافية في المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية المتداولة في البورصة (دراسة قانونية مقارنة) .

ذلك أن موضوع التعامل في الأوراق المالية أصبح الشغل الشاغل لكثير من فئات الناس سواءً أكانوا متعاملين أم غير متعاملين فيها ، وقد تنامى الاتجاه نحو الاهتمام ببورصات الأوراق المالية بعد أن احتلت مركزاً حيوياً في النظم الاقتصادية الحديثة ، باعتبارها تمثل مركز استقطاب وجمع المدخرات لتمويل استراتيجيات التنمية الاقتصادية لمختلف البلدان ، بعد أن أصبحت تلك البورصات تمثل أحد محاور الانعكاس للنظم الاقتصادية والسياسية والقانونية في معظم دول العالم .

وإلى جانب هذا الاهتمام المتزايد لهذا النشاط الهام هناك الرغبة المتنامية لدى الغالبية العظمى من المتعاملين في الأوراق المالية في النزاهة والمصداقية في التعامل والشفافية في تداول المعلومات بين أطراف بورصة الأوراق المالية ، إلا أن المتعامل البسيط قد يقع فريسة لجهات عدة ، غايتها كسب المال ولو على حساب الإضرار بالآخرين ، الأمر الذي يستدعي تنظيماً قانونياً يوجه كافة الجهات ذات الصلة بهذا النشاط إلى الطريق السليم في الاستثمار ، وفي الوقت ذاته يضرب على أيدي المتربصين بالبورصة والمتلاعبين في الأنشطة التي تتم فيها .

وبورصة أو سوق الأوراق المالية هي عبارة عن سوق منظمة يتم فيها التعامل في الأوراق المالية بالبيع والشراء من خلال وسطاء متخصصين في أعمال سمسرة الأوراق المالية وما يتبعها من خدمات أخرى ، وتتصف هذه العمليات بالصفة التجارية بصرف النظر عن أشخاص المتعاملين فيها سواءً أكانوا تجاراً أم غير تجار .

وتنقسم أسواق المال إلى قسمين : أحدهما السوق الأولية (Primary Market) ، وتدعى أيضاً بسوق الإصدار أو الاكتتاب ، وفيها تعرض منشآت الأعمال أوراقها المالية من أسهم وسندات ، وغيرها من أدوات مالية أخرى ، وتحصل على الأموال التي تحتاجها لأعمالها من خلال مؤسسات مالية هي عادة ما تكون البنوك ، وهي تطرح أسهم الشركات وسنداتها من خلالها على الجمهور للاكتتاب العام ، أما السوق الثانية وتدعى بالسوق الثانوية أو سوق التداول (Secondary Market) وهي السوق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية التي سبق إصدارها في السوق الأولية (سوق الإصدار) .

وقد زاد الاهتمام في العديد من الدول العربية بتأسيس وتطوير بورصات الأوراق المالية ضمن سياسات الإصلاح الاقتصادي باعتبارها آلية مناسبة لتنفيذ برامج الخصخصة ، ودأبت على إنشاء وتطوير تلك الأسواق نظراً لأهميتها في

المقدمة

تجميع المدخرات وتوجيهها نحو القنوات الاستثمارية المختلفة في ظل نظام الاقتصاد الحر الذي تبنته معظم الدول العربية منذ منتصف السبعينيات ، وإذا كانت هذه الأسواق في البلاد العربية لا تزال تخطو خطواتها الأولى فإنها قد خطت خطوات مهمة في الدول المتقدمة وبعض الدول النامية ، إذ نجح العديد منها في تطوير أسواقها المالية ، محاولة منها في اللحاق بركب الدول المتقدمة .

وبالرغم من الدور الكبير الذي تؤديه بورصات الأوراق المالية ، فإن هذا النشاط لا يزال أمراً مبهماً لشريحة كبيرة من الجمهور بالشكل الذي لا يتمكن الكثيرون من إدراك مضامينه ، بالرغم من أنه يُعَدّ من أكثر الموضوعات المثيرة للاهتمام ، فعندما نشهد في الواقع العملي تذبذباً في أسعار الأوراق المالية من أسهم وسندات دين وغير ذلك من الأوراق المالية فإنه يتبادر إلى أذهان الكثير من الناس عدة تساؤلات والتي من أهمها ، لماذا يحدث هذا التذبذب؟ وما سببه؟ وما أثره على العوائد المتوقعة؟ وما هي المخاطر المترتبة عليه؟ وما هي الوسائل التي تساعد على تجنب تلك المخاطر أو التقليل من آثارها؟ وهل هذه التذبذبات في الأسعار حقيقية أم مصطنعة؟ وهل هي وقتية وعارضة أم مستمرة؟ إلى غير ذلك من التساؤلات التي يحتاج فيها الناس إلى إجابات شافية والتي لا يتمكنون من الإجابة عليها إلا إذا كانوا يمتلكون ثقافة استثمارية في هذا النشاط الهام وفي غيره من الأنشطة الاقتصادية الأخرى ذات الصلة بهذا النشاط .

وفي البداية كان ينظر إلى بورصة الأوراق المالية على أنها مقياس لأوضاع الاقتصاد الوطني بشكل خاص وللاقتصاد العالمي بشكل عام ، فقد كانت بمثابة مؤشر يقاس به مدى أداء الجهات المصدرة للأوراق المالية ، فسعر الورقة المالية عموماً إنما يتحدد وفقاً لأداء الجهة المصدرة ومركزها المالي والاقتصادي ، وفي هذا الإطار لم تكن هناك خشية من تدخل غير مشروع يؤثر على سير تداول الأوراق المالية بالشكل الطبيعي ، فالأمر تحكمه قوانين وأنظمة السوق بشكل عام وقوانين العرض والطلب بشكل خاص ، ولكن الأمر قد تغير بعد ذلك فأصبحت

للسوق أدواتها الخاصة والتي تعتمد في مجملها على التحليلات والتنبؤات والتوقعات ، وربما الشائعات التي تؤثر سلباً في أداء الأسواق التجارية بشكل عام ، وبورصات الأوراق المالية بشكل خاص ، ومن هنا بدأت الخشية في تدخل غير مشروع في بورصة الأوراق المالية يتحول إلى خوف حقيقي ، وهذا الخوف تدعّم بوقائع محددة حدثت في عدد من البورصات العالمية عبر العقود الماضية ، بالإضافة إلى المخاطر التي تحيط بالبورصات في وقتنا الراهن .

وقد تنبه المشرعون في الدول المختلفة لهذه الممارسات التي تحاول أن تخرج بورصة الأوراق المالية عن خط سيرها وهدفها الرئيس وتؤثر سلباً في الاقتصاد الوطني ، وقد أخذت المسألة شقين تشريعيين : أحدهما في الاتجاه التنظيمي من خلال سن تشريعات تجارية نظمت العمل في بورصة الأوراق المالية ، أما الشق الثاني من العلاج فهو في الاتجاه الجنائي من خلال سن تشريعات جنائية حددت الممارسات غير المشروعة التي تؤثر في البورصة وأطرافها ، ووضعت العقوبات الرادعة للذين يعملون على تقويض هذا النشاط الحساس .

وفي وسط هذا الواقع الحاصل في بورصات الأوراق المالية أصبح للمعلومات دور كبير في التأثير في أسعار الأوراق المالية المدرجة فيها ، فكان لزاماً على المشرعين أن يُسنّوا من التشريعات ما تضبط تداول هذه المعلومات ، وتنظيم الإفصاح عنها ، وبما يحقق الشفافية في تداول تلك المعلومات واستغلالها بالشكل الصحيح ، وبالشكل الذي يحقق أيضاً المساواة في استغلالها بين جميع الأطراف ، ويمنع أي تعاملات تنطوي على استغلال لتلك المعلومات على حساب الجمهور .

ومن خلال هذه الزاوية جاء هذا الكتاب ليتناول موضوعاً في غاية الأهمية ، كونه يعمل على تمكين القارئ من الإطلاع على كيفية الإفصاح في بورصة الأوراق المالية وأطرافه ومضمونه من معلومات وبيانات مالية يجب الإفصاح عنها وأهمية تلك المعلومات وطبيعتها ومضمونها ومدى الشفافية فيها ، بالإضافة إلى

بيان الممارسات غير المشروعة التي تؤثر سلباً على واقــع التعــاملات بــالأوراق المالية ، كالمتعلقة منها بحجب المعلومات ، والتأخير في الإفصاح عنها ، وحــالات التعامل الداخلي ، أو إعطاء معلومات كاذبة أو مضللة عن واقع معين ، بالإضـــافة إلى نشر وترويج الشائعات ، والمضاربات غير المشروعة ، ومــا هــي الوســائل الكفيلة بعلاج هذه المشكلات ، من وسائل وقائية وأخرى علاجية ، سواء من خلال السلطات التشريعية أو التنفيذية أو هيئات رقابية ، متمثلــة فــي الهيئــات العامــة للأوراق المالية وإدارات البورصات ، وغيرها من الجهات الأخرى ، والجمعيــات العمومية للجهات المصدرة ، ومراجعي حسابات تلــك الجهــات ، والــرأي العــام المتمثل بأجهزة الإعلام .

ويقصد بمصطلح الإفصاح : تعهد الجهات المصدرة للأوراق الماليــة بمــا فيها شركات المساهمة وشركات التوصــية بالأســهم ، بنــشر وإعــلان البيانــات والمعلومات والتقارير المتعلقة بنشاطاتها وأوضاعها المالية والاقتصادية ، وتقــديمها بصفة دورية - وكذلك في الحالات الاستثنائية - للجهات المشرفة والرقابيــة بمــا فيها الهيئات العامة للأوراق الماليــة وإدارات البورصــات ، وحملهــا إلــى علــم الجمهور ، وبشكل خاص إلى المساهمين الحاليين والمحتملــين وغيــرهم ، بكافــة الوسائل التي تمكنهم من الاطلاع عليهــا .

أما مصطلح الشفافية فيقصد به تعهد الجهات المصدرة لــلأوراق الماليــة بتوفير المعلومات والبيانات الحقيقية غير المضللة عن نشاطاتها ووضــعها تحــت تصرف المساهمين والمستثمرين والجهات المشرفة والرقابية على بورصة الأوراق المالية ، بطريقة تتفق والمعايير المحاسبية المعترف بها دوليــاً ، وعــدم حجــب المعلومات عن تلك الجهات وتمكينهم من الإطلاع عليها ، عدا تلك التي يكون مــن شأنها المساس بمصالح الجهة المصدرة فيجوز الاحتفاظ بسريتها ، بالإضــافة إلــى حظر التعامل بالأوراق المالية بناءً على معلومات داخلية ، سواء كانت لأغــراض شخصية أو إفشائها للغير بأي شكل من الأشكال ، مقابل منفعة معينة أم بدونها .

ويقوم مبدأ الإفصاح والشفافية على المساواة بين جميع المساهمين والمتعاملين ، والعدالة في إيصال المعلومات والبيانات المالية إليهم بصرف النظر عن حجم تعاملاتهم ومساهماتهم في الأوراق المالية للجهات المصدرة .

وللمعلومات أهمية كبيرة في تحقيق السعر العادل للأوراق المالية المتداولة في البورصة ، فلكي يتخذ المستثمر قراره في البيع أو الشراء لورقة مالية معينة بطريقة صحيحة يجب أن يكون هذا القرار مبنياً على أسس وقواعد سليمة تمكنه من الوصول إلى تحقيق السعر العادل ، وبالطبع لا يمكن تحقيق ذلك دون توفير كافة المعلومات المتعلقة بالورقة المالية موضوع التداول .

كما أن نوعية المعلومات وحدها لا تكفي فقط لتحقيق الأرباح ، بل الأهم من ذلك هو الأسبقية في الحصول على المعلومة والقدرة على تحليلها ، ولكن تلك الأسبقية يجب أن تكون بطريقة قانونية ومنضبطة ، وبشكل لا يخل بالمساواة وتحقيق العدالة في الاستفادة منها من قبل جميع الفئات ، ومن هنا جاءت أهمية تطبيق مبدأ الإفصاح والشفافية ، ومن ثم جاءت أهمية اختيار موضوع هذه الدراسة .

- **أهداف الدراسة :**

إن الغرض من وراء اختيارنا لموضوع هذه الكتاب هو التوصل للأهداف التالية :

١. التعرف على الأحكام المنظمة للبورصات ، ابتداءً من سوق الإمارات للأوراق المالية وبعض البورصات العربية والأجنبية الخاصة بتطبيق مبدأ الإفصاح والشفافية ، ومدى ملاءمتها لتلك البورصات وكفاءتها في تحقيق الانضباط بهذا المبدأ .

٢. التعرف على مظاهر الإخلال بمبدأ الإفصاح والشفافية بشكل رئيسي

ومسببات تلك المظاهر ، وما ينتج عنها من ممارســات غيــر مــشروعة تستهدف الإضرار بالبورصة والمتعاملين فيها .

٣. الوقوف على واقع حال التشريعات محل الدراسة في مواجهتها للمظــاهر والممارسات غير المشروعة المخلة بمبدأ الإفصاح والشفافية في بورصـــة الأوراق المالية ، وبيان مواطن القوة والضعف في تلك التشريعات ووضع التوصيات التي يرى الباحث ضرورة الأخذ بها لمواجهة تلــك المظــاهر والممارسات المخلة بالمبدأ المذكور.

٤. الدور الذي تضطلع به الجهات الرقابية على أنــشطة بورصـــات الأوراق المالية ، وكذلك الجهات القضائية المختصة في تطبيق التشريعات المنظمة للبورصات ، والجزاءات التي تفرض على الجهات المخلة بمبدأ الإفــصاح والشفافية .

- أهمية الدراسة :

يستمد موضوع هذا الكتاب أهميته من جهة تعلقه ببورصة الأوراق المالية التي أولاها المشرعون في الدول المختلفة عنايةً وأهميةً خاصة بالمقارنة مع غيرها من الكيانات المالية ، وذلك رغبة منه في إضفاء الحماية عليها من إساءة البعض .

وقد تحقق هذا الاهتمام بوضع التشريعات المناســبة لبورصـــات الأوراق المالية وما يتداول بها من أدوات مالية متنوعة ، بالإضافة إلى تنظيم عمليات تداول تلك الأدوات ، ومدى ملاءمة وكفاية تلك التشريعات ، وضـــبط التعـــاملات التـــي تجري فيها ، ومواجهة أية ممارسات تخل بأنظمة البورصة بشكل عام ، وبتطبيـــق مبدأ الإفصاح والشفافية بشكل خاص .

كما حرص المشرعون في كافة الدول - وبمـــستويات متفاوتـــة - علـــى إضفاء الحماية القانونية على بورصات الأوراق المالية وعلى العمليات التـــي تـــتم

فيها ، وذلك للأسباب التالية :

١. باعتبار أن أي مساس باستقرار بورصة الأوراق المالية سوف يؤثر سلباً في الاقتصاد الوطني للدولة ، وبالتالي يسعى المشرع إلى حماية اقتصاد الدولة من خلال إضفاء حمايته على البورصة جنباً إلى جنب مع الأنشطة الاقتصادية الأخرى .

٢. ومن جهة ثانية فإن في تلك الحماية ضماناً لحقوق المستثمرين ، وحماية للثقة التي يوليها المستثمرون في بورصة الأوراق المالية .

كما يستمد موضوع هذا الكتاب أهميته في ندرة الكتب القانونية التي تعالج موضوع الإفصاح والشفافية في المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية المتداولة في البورصة وبالجهات المصدرة لها ، وكيفية تداول تلك المعلومات بين أطراف هذه العملية من جهات ملزمة بأدائها وأطراف أخرى متلقية لها .

لذلك جاء هذا الكتاب ليضيف شيئاً ولو يسيراً إلى المكتبة القانونية فيما يخص هذا المجال من الأنشطة الاقتصادية التي كثر الجدل حولها ، وليستفيد منه ذوو الشأن في هذا الموضوع من مستثمرين وجهات رقابية وأطراف أخرى .

- **الدراسات السابقة :**

أغلب الدراسات السابقة التي تناولت بحث موضوع بورصة الأوراق المالية كانت في الاتجاه الاقتصادي ومعظمها دراسات حديثة ، وما كتب منها في القانون بشكل عام وفي القانون التجاري بشكل خاص لم يكن وفيراً .

ولقد سلكت الدراسات القانونية المتعلقة بموضوع هذه الدراسة اتجاهين أحدهما في نطاق القانون التجاري وهي دراسات في مجملها قليلة ومختصرة – عدا دراسات معدودة – منها كتاب صادر عام ٢٠٠٦ للدكتور بلال عبدالمطلب بدوي تحت عنوان (الالتزام بالإفصاح عن المعلومات في سوق الأوراق المالية –

دراسة مقارنة في القانونين المصري والإماراتي) ، وكتاب آخر صادر عام ٢٠٠٦ أيضاً للدكتور عصام حنفي محمود تحت عنوان (التزام الشركات بالشفافية والإفصاح) ، بالإضافة إلى كتاب آخر صادر عام ٢٠٠٧ للدكتور محمد تنوير الرافعي تحت عنوان (صغار المستثمرين ودور هيئة سوق المال في حمايتهم مقارنة بأسواق المال الأجنبية – دراسة مقارنة) .

بينما هناك اتجاه آخر للدراسات السابقة في نطاق القانون الجنائي ، إلا أنها لم تكن دراسات مفصلة لموضوع الإفصاح والشفافية وإنما كانت دراسات حول الحماية الجنائية التي قررها المشرع لبورصة الأوراق المالية ومواجهة الممارسات غير المشروعة التي تستهدفها ومن تلك الدراسات كتاب "الحماية الجنائية للثقة في سوق رأس المال (جرائم البورصة) للمستشار الدكتور مظهر فرغلي علي محمد ، والذي نُشِرَ عام ٢٠٠٦ في القاهرة .

كما أن هناك دراسة جنائية أخرى قدمت في عام ٢٠٠٧ للدكتور محمد فاروق عبدالرسول بعنوان (الحماية الجنائية لبورصة الأوراق المالية – دراسة مقارنة) ، بالإضافة إلى دراسة جنائية أخرى قُدمت في العام نفسه للباحث خالد علي صالح الجنيبي بعنوان (الحماية الجنائية الخاصة لسوق الأوراق المالية لدولة الإمارات العربية المتحدة وفقاً للقانون الاتحادي رقم ٤ لسنة ٢٠٠٠) .

وجميع الدراسات السابقة التي قُدمت في نطاق القانون الجنائي ، قدم فيها الباحثون صوراً للتجريم في بورصة الأوراق المالية ، بما فيها تلك المتعلقة بانتهاكات أنظمة الإفصاح والشفافية .

كما توجد دراسات أخرى لها صلة بتطبيق مبدأ الإفصاح والشفافية في بورصة الأوراق المالية ولكنها لا تدخل في النطاق القانوني ، وإنما هي ضمن إطار الدراسات الاقتصادية ، أهمها دراسة بعنوان (الشفافية والإفصاح والأثر على كفاءة سوق رأس المال مع التطبيق على سوق الكويت للأوراق المالية) للدكتور

صفوت عبدالسلام عام ٢٠٠٦ ، بالإضافة إلى دراسة أخرى جمعت بين القانون والاقتصاد بعنوان (الممارسات غير المشروعة في بورصة الأوراق المالية) للدكتور صالح البربري عام ٢٠٠١ .

ونأمل أن يكون اختيارنا لموضوع هذا الكتاب موفقاً كونه قدم دراسة قانونية مقارنة في إطار القانون التجاري .

- **مشكلات البحث :**

تكمن مشكلة البحث التي تناولها هذا الكتاب في الضعف الذي تعانيه بورصات الأوراق المالية ، وبشكل خاص البورصات العربية ، وبمستويات متفاوتة في موضوع الإفصاح والشفافية ، وتحقق بعض مظاهر الإخلال بمبدأ الإفصاح والشفافية وبعض الممارسات غير المشروعة في البورصات المنظمة ، بالرغم من عناية المشرعين في الدول العربية في سن التشريعات المنظمة لتلك البورصات لمواجهة مظاهر الإخلال بأنظمتها ، ومن الطبيعي أن الضعف في ذلك كان له الأثر السلبي في عدم استقرارها والتذبذب الحاصل فيها باستمرار ، وفي التأثير سلباً في مصالح المتعاملين فيها ، وفي النهاية الإضرار بالمصالح الوطنية العامة للدولة .

كما نحاول من خلال هذا الكتاب الإجابة على عدد من الأسئلة ، يتصدرها سؤال رئيسي وهو : ما الأهمية التي يمثلها تطبيق مبدأ الإفصاح والشفافية في بورصة الأوراق المالية ؟

ويتبع هذا السؤال عدد من الأسئلة الفرعية ، وهي :

١. هل جاءت التشريعات المنظمة لبورصة الأوراق المالية ، لتؤكد أهمية تطبيق مبدأ الإفصاح والشفافية ؟ وهل هي كافية وملائمة لتطبيق هذا المبدأ ولحماية البورصة والمتعاملين من الممارسات غير المشروعة ؟

٢. ثم ما هو الدور الذي تؤديه الهيئات العامة للأوراق المالية وإدارات البورصة والجهات الرقابية الأخرى في تطبيق مبدأ الإفصاح والشفافية ؟ ودورها في كشف حالات الإخلال بهذا المبدأ وفرض الجزاءات على مرتكبيها ؟

٣. وأخيراً ما هو الدور الذي يضطلع به القضاء في تطبيق التشريعات المنظمة لبورصة الأوراق المالية ، وتلك المتعلقة من قريب أو بعيد بالأنشطة التي تتم فيها ، وبشكل خاص تلك المتعلقة بمبدأ الإفصاح والشفافية في القضايا المعروضة أمامه ؟

تلك المشكلات تدعو إلى البحث عن حلول عملية ترتكز على أسس تشريعية لمواجهة جميع صور الإخلال بمبدأ الإفصاح والشفافية في بورصة الأوراق المالية ، وأي ممارسات تؤثر سلباً في تطبيق هذا المبدأ .

- منهجية البحث :

اتبعنا في إعداد هذا الكتاب المنهج الوصفي التحليلي النقدي المقارن بين بعض التشريعات العربية والأجنبية ، من خلال وصفه لبورصة الأوراق المالية والأدوات المالية التي تتداول فيها ، والتعاملات التي تجري بها في مبحث تمهيدي.

ثم تحليل مبدأ الإفصاح والشفافية في بورصة الأوراق المالية والمستويات التي أخذت به القوانين المقارنة الخاضعة للدراسة ، ومدى تطبيق المبدأ في البورصات وذلك في فصلٍ أول .

وأخيراً بيان الحالات التي تشكل إخلالاً بهذا المبدأ والممارسات التي تنتج عن هذا الإخلال وبيان المواجهة التشريعية له ، ومدى ملاءمة وكفاية تلك التشريعات في مواجهة تلك الممارسات وذلك في فصل ثانٍ .

وقد تم الاستعانة لإخراج هذا الكتاب إلى حيز الوجود بأدوات البحث المتمثلة بالمراجع القانونية الخاصة بالشركات ، وكذلك المراجع القانونية الخاصة

ببورصة الأوراق المالية ، ولندرة المراجع القانونية الخاصة بالبورصة فقد تم الاستعانة بشكل كبير بالمراجع الاقتصادية ذات الصلة بهذا النشاط ، وذلك من أجل إخراج هذه الدراسة بالشكل المرجو منه ، ولتحقق الغاية التي أُعدت من أجلها .

- **نطاق البحث :**

يتحدد نطاق البحث الذي اعتمدناه في إعدادنا لهذا الكتاب من خلال بيان تطبيق مبدأ الإفصاح والشفافية بشكلٍ أساس في سوق التداول ، والذي يدعى اصطلاحاً بـ (بورصة الأوراق المالية) وما يحدث فيها من إخلال بهذا المبدأ ووسائل مواجهتها ، ونظراً للارتباط الطبيعي لكل من سوق التداول وسوق الإصدار فقد تناولنا كذلك تطبيق مبدأ الإفصاح والشفافية في سوق الإصدار لتتحقق الفائدة المرجوة من إعداد هذه الدراسة .

- **خطة البحث :**

يشتمل هذا الكتاب على عددٍ من الموضوعات الهامة ابتدأناها **بمبحث تمهيدي في بيان "ماهية بورصة الأوراق المالية "** ، وذلك من خلال التعريف ببورصة الأوراق المالية في مطلبٍ أول ، ثم التعريف بالأوراق والأدوات المالية المتداولة في البورصة في مطلبٍ ثانٍ ، وأخيراً التعريف بمعاملات بورصة الأوراق المالية في مطلبٍ ثالث .

ثم الانتقال إلى موضوع هذا الكتاب الأساس المتمثل في " الإفصاح والشفافية في المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية المتداولة في البورصة " حيث تم تقسيمه إلى فصلين تعقبهما خاتمة ، كما يلي :

الفصل الأول : ماهية مبدأ الإفصاح والشفافية ونطاق تطبيقه .

وقد تناولنا موضوعات هذا الفصل من خلال المباحث الثلاث التالية :

المبحث الأول : ماهية مبدأ الإفصاح والشفافية .

المبحث الثاني : النطاق الموضوعي للإفصاح والشفافية .

المبحث الثالث : النطاق الشخصي للإفصاح والشفافية .

الفصل الثاني : الإخلال بالإفصاح والشفافية والوسائل الكفيلة بمواجهته .

وقد تناولنا موضوعات هذا الفصل في مبحثين هما :

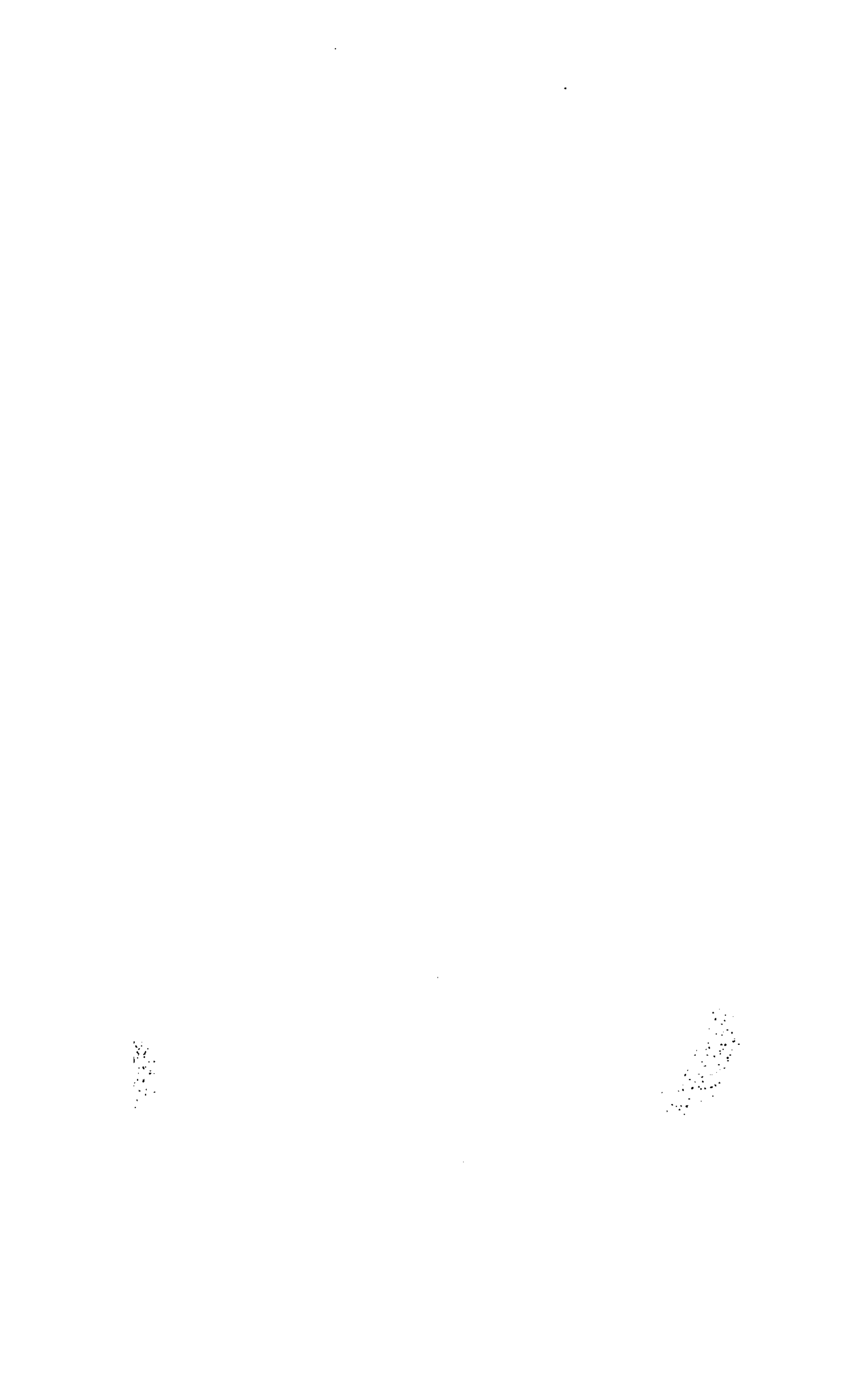
المبحث الأول : مظاهر الإخـــلال بالإفـــصاح والـــشفافية والوســـائل الكفيلـــة بمواجهتها .

المبحث الثاني : الممارسات غير المشروعة الناتجة عن الإخـــلال بالإفـــصاح والشفافية والوسائل الكفيلة بمواجهتها .

خاتــــمـــــة : وتشتمل على أهم النتائج والتوصيات .

المبحث التمهيدي

ماهية بورصة الأوراق المالية



المبحث التمهيدي

ماهية بورصة الأوراق المالية

تمهيـــد وتقسيـم :

من الواضح أن الأوراق المالية (Securities) الصادرة عن منشآت الأعمال وغيرها من الجهات المصدرة أضحت لها أهمية كبيرة في الاقتصاد المعاصر ، لما لها من دور بارز في تجميع رؤوس الأموال لدى تلك الجهات لاستثمارها في الأغراض التي تأسست لأجلها ، الأمر الذي لم تقف أهميته عند حد المؤسسين وكبار المستثمرين فيها ، وإنما جلبت كذلك اهتمام الجمهور بصيرورة هذه الأوراق أدوات مالية قابلة للتداول بين الكثير من الناس .

ولأهمية هذا الدور الذي تؤديه الأوراق المالية ، لكونها محور المعلومات والبيانات المالية الواجب الإفصاح عنها في البورصة ، فقد ظهرت الحاجة إلى قيام كيان قانوني يحتوي تلك الأدوات لغرض تداولها فيه ، ولكي يُفصَح من خلاله عن المعلومات والبيانات المالية المتعلقة بالجهات المصدرة لها ، ويسمى اصطلاحاً بـ "بورصة أو سوق الأوراق المالية " تمييزاً لها عن باقي الأسواق الأخرى ، وهي المكان الذي ينشط فيه التعامل في الأوراق المالية وتخضع لعدد من التشريعات بالشكل الذي يساعد على سير عمليات التداول بنزاهة وشفافية تامة .

ثم هناك المعاملات التي ترد على الأوراق المالية المدرجة في البورصة ، ولهذا النوع من المعاملات أهمية كبيرة كونها محور النشاط المتاح للجمهور وفق ضوابط وأحكام نصت عليها التشريعات ذات الصلة بهذا النشاط ، تلك المعاملات التي يعتمد الجزء الأكبر منها على المعلومات ، حيث تلعب دوراً حيوياً في توجيه وإرشاد المتعاملين في اتخاذ القرارات الاستثمارية الصائبة بشكل يساعدهم على تخصيص مواردهم في شراء الأوراق المالية للمنشآت ذات الكفاءة العالية ، وفي النتيجة تفضي إلى رفع معدل النمو الاقتصادي الوطني .

وسنعرض لموضوعات هذا الفصل في ثلاث مطالب كما يلي :

المطلب الأول : التعريف ببورصة (سوق) الأوراق المالية .

المطلب الثاني : التعريف بالأوراق والأدوات المالية المتداولة في البورصة .

المطلب الثالث : التعريف بمعاملات بورصة الأوراق المالية .

المطلب الأول

التعريف ببورصة (سوق) الأوراق المالية

تمهيـــد وتقسيـم :

تنقسم السوق – في أي اقتصاد – إلى نوعين من الأسواق ، أحدهما يدعى بسوق المنتجــات أو ســوق الــسلع الــصناعية والخــدمات (The Market of Products) ، أما النوع الآخر من الأسواق فهو سوق عوامــل الانتــاج أو ســوق العمل ورأس المال (The Markets of Factors Productions) ويطلق عليــه اختــصاراً بــسوق العوامــل (Factor Product) والــذي يمثــل ســوق المــال (Financial Market) – أو ما يتعارف على تسميته ببورصة الأوراق الماليــة – أحد أهم أركانه .[1]

وسنتناول في هذا المطلب بيان ماهية بورصة الأوراق المالية مــن خــلال بيان المقصود بها ابتداءً وتمييزها عن الأسواق والبورصات الأخرى ، ثــم البحــث في نشأة البورصة وتطورها التاريخي وعرض لنــشأة وتطــور أهــم البورصـــات العالمية والعربية ، ثم بيان أهمية بورصة الأوراق المالية وبيان وظائفها الرئيسية .

لذلك سيتم التعريف ببورصة الأوراق المالية من خلال الفروع التالية :

الفرع الأول : المقصود ببورصة (سوق) الأوراق المالية وتمييزها عن غيرها مــن الأسواق .

الفرع الثاني : نشأة بورصة الأوراق المالية وتطورها التاريخي .

الفرع الثالث : أهمية بورصة الأوراق المالية ووظائفها الرئيسة .

---

(1) د.جلال العبد و د.محمد الحناوي ، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق ، الدار الجامعية ، الإسكندرية ، مصر ، ٢٠٠٥ ، ص ١٧ .

الفرع الأول

المقصود ببورصة (سوق) الأوراق المالية وتمييزها عن غيرها من الأسواق

لبيان المقصود ببورصة الأوراق المالية (Securities Exchange) ، يتطلب ابتداءً تعريف بورصة الأوراق المالية ، ثم التمييز بينها وبين غيرها من الأسواق الأخرى ، وأخيراً بيان أنواع البورصات بشكل عام ، وبورصات الأوراق المالية بشكل خاص ، وذلك من خلال الفقرات التالية :

أولاً : تعريف بورصة الأوراق المالية :

بالبحث عن الأصل اللغوي لكلمة " بورصة " " Bourse " يظهر أنها ليست عربية الأصل وإنما يرجع استخدامها إلى عام ١٥٤٩ في الأمر الملكي الصادر عن الملك هنري الثامن والذي بموجبه تم إنشاء بورصة تولوز.[١]

ويتكون مصطلح (بورصة الأوراق المالية) من شقين اثنين ، الشق الأول هو (بورصة) أو (سوق) ، ويعني الحيز أو المكان الذي تجري فيه عمليات التداول للأموال بشكل عام ، والأدوات أو الأوراق المالية بشكل خاص ، من عمليات بيع وشراء ، وما يشتمل عليه هذا المكان من هيئات قانونية وإدارية ومالية ، أما الشق الثاني من المصطلح وهو (الأوراق المالية) فهو يعني الأدوات أو الأوعية المالية التي تجري عليها عمليات التداول في ذلك المكان بالتحديد .[٢]

وقد عرف البعض بورصة الأوراق المالية بأنها "عبارة عن نظام يتم بموجبه الجمع بين الراغبين في بيع نوع معين من الأوراق المالية ، أو لأصل مالي

---

(1) د.أحمد محمد لطفي ، معاملات البورصة بين النظم الوضعية والأحكام الشرعية ، ط ١ ، دار الفكر الجامعي ، الإسكندرية ، مصر ، ٢٠٠٦ ، ص ١٠ .

(2) صالح راشد الحمراني ، دور شركات السمسرة في بورصة الأوراق المالية ، ط ١ ، مكتبة دبي للتوزيع ، دبي ، الإمارات العربية المتحدة ، ٢٠٠٤ ، ص ١٤ .

معين من جهة ، والراغبين في شرائها من جهة ثانية ، بصورة عمليات البيع والشراء عن طريق وسطاء سماسرة ، وهم عبارة عن شركات تعمل في هذا المجال" .[١]

كما عرفها باحث آخر بأنها "مكان معلوم ومحدد مسبقاً ، يجتمع فيه المتعاملون بغرض القيام بعمليات تبادل بيعاً وشراء ، ويتوافر فيها قدر مناسب من العلانية والشفافية ، بحيث تعكس آثارها على جميع المتعاملين وعلى معاملاتهم ، فتتحدد الأسعار بناءً عليها صعوداً أو هبوطاً أو ثباتاً " .[٢]

وعرفها باحث ثالث بأنها "بورصة استثمار لشراء وبيع السندات الحكومية ، والتي تتمثل بالأوراق المالية البريطانية والأجنبية وعقود الخيارات لشراء و/أو بيع الأوراق المالية للشركة " .[٣]

ويبدو لنا أن التعريف الشامل والأقرب في نفس الوقت إلى واقع بورصة الأوراق المالية ، والذي يستجيب للتطور الحاصل فيها - والذي نتفق معه - هو ما قال به أحد الباحثين بأنها "عبارة عن سوق منظمة مستمرة تقام في مكان معين في مواعيد محددة بصفة دورية (غالباً ما تعقد بصورة يومية) بقصد تداول صكوك مالية معينة ، تتوافر فيها شروط محددة ، بمقتضى التشريعات النافذة ، وتبرم فيها الصفقات بوساطة تدخل شركات البورصة " .[٤]

أما على النطاق التشريعي ، فلا نكاد نجد اهتماماً من قبل المشرعين

---

(1) حسان خضر ، تحليل الأسواق المالية ، بحث منشور ضمن سلسلة (جسر التنمية) ، العدد ٢٧ ، السنة الثالثة ، المعهد العربي للتخطيط ، الكويت ، مارس ، ٢٠٠٤ ، ص ٣ ؛ د.عبدالغفار حنفي و د.رسمية زكي قرياقص ، الاستثمار في الأوراق المالية ، الدار الجامعية ، الإسكندرية ، مصر ، ٢٠٠٥ ، ص ٣٧ ؛ د.عبدالغفار حنفي ، البورصات (أسهم – سندات – صناديق الاستثمار) ، المكتب العربي الحديث ، القاهرة ، مصر ، ١٩٩٥ ، ص ٣٩.

(2) د.محسن أحمد الخضيري ، كيف تتعلم البورصة في ٢٤ ساعة ، ط ٢ ، إيتراك للنشر والتوزيع ، القاهرة ، مصر ، ٢٠٠١ ، ص ١٠ .

(3) Stephen W. Mayson, Derek French & Christopher L. Ryan , Company Law, 8 Edition, Blackstone Press Limited, London, Great Britain, 1991, Page No. 165 .

(4) د.سيد طه بدوي محمد ، عمليات بورصة الأوراق المالية الفورية والآجلة من الوجهة القانونية ، دار النهضة العربية ، القاهرة ، مصر ، ٢٠٠١ ، ص ٤٣ .

بإعطاء تعريف لبورصة الأوراق المالية إلا من قبل البعض منهم كما هو واضح من الاهتمام الذي أولاه المشرع الأردني في تعريفه بالنص في قانون الأوراق المالية رقم ٧٦ لسنة ٢٠٠٢ على أنها " أي سوق منظم أو أي استخدام دوري أو مستمر لوسائل الاتصال يتيح تداول الأوراق والأصول المالية " .[١]

كما نص المشرع الأمريكي على تعريف مصطلح (البورصة) في معرض التعريفات التي أطلقها على المصطلحات المتعلقة ببورصة الأوراق المالية بأنها " أي منظمة أو جمعية أو مجموعة من الأشخاص سواء أكانت متمتعة بالشخصية القانونية أم لم تكن ، وتقيم مكاناً للجمع بين المشترين والبائعين وتقديم التسهيلات وغير ذلك فيما يتعلق بتداول الأوراق المالية ".[٢]

ثانياً : تمييز بورصة (سوق) الأوراق المالية عن غيرها من الأسواق :

على الرغم من وجود بعض أوجه الشبه بين بورصة (سوق) الأوراق المالية وغيرها من الأسواق في بعض السمات التي يتعلق بعضها بقوى العرض والطلب والأهداف ، وغير ذلك من نقاط الالتقاء والتقارب [٣] ، إلا أن هناك عدداً من أوجه الاختلاف بينهما والتي تتلخص في المسائل التالية :

١) يتم التعامل على الأوراق المالية المدرجة في البورصة في مكان معين ومعلوم ويتميز بالثبات والاستمرار وفي مواعيد محددة [٤] ، بينما لا يحد الأسواق الأخرى مكان أو زمان معينان .[5]

(1) المادة ٢ من قانون الأوراق المالية الأردني رقم ٧٦ لسنة ٢٠٠٢ .

(2) البند (1) من الفقرة (a) من المادة (3) من قانون بورصة الأوراق المالية الأمريكي لسنة ١٩٣٤.

(3) د.سيد طه بدوي محمد ، عمليات بورصة الأوراق المالية الفورية والآجلة من الوجهة القانونية ، مرجع سابق ، ص٤٥ ؛ صالح راشد الحمراني ، مرجع سابق ، ص ٢١ .

(4) المادة ٢٠ من القانون الاتحادي رقم ٤ لسنة ٢٠٠٠ في شأن هيئة وسوق الإمارات للأوراق المالية والسلع ؛ المادة ١٥ من قانون سوق رأس المال المصري رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ ؛ والمادة (٦٥ / أ) من قانون الأوراق المالية الأردني رقم ٧٦ لسنة ٢٠٠٢ .

(5) د.سيد طه بدوي محمد ، عمليات بورصة الأوراق المالية الفورية والآجلة من الوجهة القانونية ، مرجع سابق ، ص٤٦ ؛ صالح راشد الحمراني ، مرجع سابق ، ص ٢٢ .

٢) تتعدد الجهات المرتبطة ببورصة الأوراق المالية كشركات الوساطة المالية وشركات التسوية (المقاصة) والقيد المركزي وشركات التغطية والترويج للاكتتاب وغيرها من المؤسسات والإدارات ، بينما تقتصر الأسواق الأخرى على مؤسسات محدودة كالبنوك بالنسبة لأسواق النقد .[1]

٣) يشترط في التعامل بالأوراق المالية في البورصة أن يتم من خلال وسيط مالي مرخص من قبل الهيئة المشرفة على البورصة [2] ، بينما لا يشترط في الأسواق الأخرى عادة تدخل وسيط بين أطراف العلاقة المالية أو التجارية .[3]

٤) يتم التعامل في بورصات الأوراق المالية بوساطة الأنموذج أو الوصف الشامل للسلعة محل التعامل ، بالإضافة إلى وجوب توفر شروط معينة في السلعة (الورقة المالية) ، بينما يتم التعامل في الأسواق الأخرى عادة على سلع موجودة بالفعل ، بالإضافة إلى أن التعامل في الأسواق الأخرى يتم عادة على جميع السلع دون تعيين لسلعة بعينها .[4]

٥) تتصف أسعار الأوراق المالية في البورصة بالتذبذب صعوداً أو نزولاً ، بعكس الأسواق الأخرى التي تتميز عموماً بثبات الأسعار وندرة التذبذب الذي تشهده البورصات .[5]

٦) تخضع البورصات لعدد من التشريعات التي تسعى لتحقيق قدرٍ كافٍ من العلانية في صورة الإفصاح عن المعلومات والبيانات المتعلقة بالجهات

---

(1) المرجع السابق ، ص ٢٥ .

(2) المادة ٢٥ من القانون الاتحادي رقم ٤ لسنة ٢٠٠٠ في شأن هيئة وسوق الإمارات للأوراق المالية والسلع ؛ المادة (١٨/ ٢) من قانون سوق رأس المال المصري ؛ والمادة رقم ٦٩ من قانون الأوراق المالية الأردني رقم ٧٦ لسنة ٢٠٠٢.

(3) د.سيد طه بدوي محمد ، عمليات بورصة الأوراق المالية الفورية والآجلة من الوجهة القانونية ، مرجع سابق ، ص ٤٦ ؛ صالح راشد الحمراني ، مرجع سابق ، ص ٢٥- ٢٧.

(4) د.أحمد محمد لطفي ، المرجع السابق ، ص ١٧ ؛ د. سيد طه بدوي محمد ، عمليات بورصة الأوراق المالية الفورية والآجلة من الوجهة القانونية ، مرجع سابق ، ص ٤٥ ؛ صالح راشد الحمراني ، مرجع سابق ، ص ٢١ .

(5) د.وهبة الزحيلي ، السوق المالية ، مجلة مجمع الفقه الإسلامي ، ج ٢ ، العدد ٦ ، ١٩٩٠ ، ص ١٣١٩- ١٩٢٠ ، نقلاً عن : د.أحمد محمد لطفي ، مرجع سابق ، ص ١٧ .

المصدرة وبأوراقها المالية وبالمعاملات التي ترد عليها بما يؤمن ضمان الشفافية والنزاهة فيها ، ومن بين تلك الضوابط نظام المزايدة العلنية المكتوبة ضماناً لحقوق المتعاملين وحمايتهم من الممارسات التي تستهدف الإضرار بهم ، بينما لا توجد مثل تلك الأنظمة في الأسواق التجارية الأخرى بنفس الدرجة الموجودة في البورصات بالرغم من التطور الحاصل فيها .[1]

ثالثاً : أنواع البورصات بشكل عام ، وبورصة الأوراق المالية بشكل خاص:

في الظاهر يرتبط اسم " البورصة " بالمكان الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية من أسهم وسندات وأدوات مالية أخرى ، وهو ما يعرف اصطلاحاً بـ (بورصة الأوراق المالية) ، إلا أن هناك أنواعاً أخرى من البورصات ، فهناك "بورصات العقود" والتي تتعامل بالبضائع كالقطن والصوف وغير ذلك ، كما توجد بورصات المعادن والتي تتعامل بالمعادن النفيسة كالذهب والفضة والألماس ، وهناك "بورصات القطع" والتي تختص بتبادل العملات المختلفة (الفوركس) .[٢]

أما بورصة الأوراق المالية فتأتي في التسلسل بعد أن تنقسم أسواق رأس المال إلى السوق الحاضرة والسوق الآجلة ، ثم تنقسم السوق الحاضرة إلى سوقين تدعى الأولى بالسوق الأولية أو (سوق الإصدار) ، وتدعى الثانية بالسوق الثانوية أو (سوق التداول) ، كما تنقسم السوق الثانوية (سوق التداول) إلى قسمين أيضاً هما السوق المنظمة والسوق غير المنظمة والسوق الأولى هي ما يعرف اصطلاحاً (ببورصة الأوراق المالية) وهي محور هذه الدراسة .

إلا أن التقسيم المذكور لا يمنع من تناول بعض ملامح السوق الأولية ، لذلك سنتناول في الفقرات التالية أنواع أسواق الأوراق المالية :

---

(1) صالح راشد الحمراني ، مرجع سابق ، ص ٢٣ .

(2) د.أحمد محمد لطفي ، مرجع سابق ، ص ٢٧ ــ ٢٩ ، وكمثال على بورصات العقود (بورصات الطاقة) ، ومن بينها بورصة دبي للطاقة التي بدأ التعامل فيها ابتداءً من ٢٠٠٧/٦/٢ .

١) السوق الأولية (سوق الإصدار) :

يقصد بالسوق الأولية أو (سوق الإصدار) ، السوق التي يتم فيها بيع الأوراق المالية المصدرة لأول مرة وذلك بطريقين مباشر أو غير مباشر ، ويتم البيع بالطريق المباشر عن طريق قيام الجهة المصدرة ببيع أوراقها المالية إلى كبار المستثمرين ، أما الطريق غير المباشر فيتم بالاكتتاب العام في الأوراق المالية من خلال مؤسسات متخصصة تعرض الأوراق المصدرة للجمهور ، وغالباً ما يطلق على هذه المؤسسات التي تباشر عملية الاكتتاب نيابة عن الشركة المصدرة للأوراق المالية تسمية (بنكير) أو (بنك الاستثمار) Banker or Investment Bank وهو عادة ما يكون مؤسسة مالية متخصصة ، ولا يخرج هذا البنك عن كونه وسيطاً بين الجهات المصدرة للأوراق المالية والجمهور الراغبين في شراء تلك الأوراق المالية ، كما تظهر السوق الأولية (سوق الإصدار) أيضاً عند الاكتتاب لزيادة رأسمال تلك الجهات [1] ، أو لدى تحويل شركات القطاع العام المملوكة للدولة لتصبح شركات خاصة ، وهو ما يعرف اصطلاحاً بـ (التخصيصية) ، أو لدى حاجة شركة أو جهة حكومية قائمة لقرض .

٢) السوق الثانوية (سوق التداول) :

يقصد بـ (السوق الثانوية) أو (سوق التداول) ، بأنها عبارة عن مكان تجري فيه جميع المعاملات على الأوراق المالية التي سبق طرحها في السوق الأولية (سوق الإصدار) ، وذلك بين المتعاملين في هذه السوق بالبيع والشراء وفقاً للأسعار السائدة للورقة المالية محل التعامل فيها ، وتنقسم هذه السوق إلى قسمين هما السوق المنظمة والسوق غير المنظمة (الموازية) [2] ، وسنتناول فيما يلي التعريف بهذين السوقين :

---

(1) حسين عبدالمطلب الأسرج ، تحليل أداء البورصات العربية خلال الفترة (١٩٩٤- ٢٠٠٣) مع دراسة خاصة للبورصة المصرية ، سلسلة رسائل البنك الصناعي الكويتي ، العدد ٧٩ ، الكويت ، ديسمبر ٢٠٠٤ ، ص ١٥ ؛ د.منير إبراهيم هندي ، إدارة الأسواق والمنشآت المالية ، منشأة المعارف ، الإسكندرية ، مصر ، ٢٠٠٢ ، ص ٤٨١ ـ ٤٨٢ ؛ د.عبدالغفار حنفي و د.رسمية قرياقص ، الأسواق والمؤسسات المالية (البنوك وشركات التأمين والبورصات وصناديق الاستثمار) ، مركز الإسكندرية للكتاب ، الإسكندرية ، مصر ، ١٩٩٩ ، ص ٤٤١- ٤٤٢ .

(2) صبري حسن نوفل ، الاستثمار في الأوراق المالية - مقدمة للتحليل الفني والأساسي ، كتاب الأهرام الاقتصادي ، دار الأهرام للطباعة والنشر ، العدد ١٠٠ ، القاهرة ، مصر ، مايو ١٩٩٦ ، ص ٨١ ، نقلاً عن : حسين عبدالمطلب الأسرج ، مرجع سابق ، ص ١٧ .

أ) السوق المنظمة :

يقصد بـ (السوق المنظمة) ، السوق التي تتميز بوجودها في مكان محدد ، يلتقي فيها المتعاملون في الأوراق المالية المدرجة بالبيع والشراء في أوقات محددة ، بواسطة مؤسسات مؤهلة ومتخصصة جداً في هذا النوع من النشاط ، وتحكمها تشريعات معينة ، وتدار من قبل مجلس أو هيئة تشرف عليها وتراقب أعمالها بشكل كامل ودقيق [١] ، وتتميز الأسواق المنظمة (البورصات) في أن تداول المعلومات تتم فيها من خلال قنوات محددة ووفق ضوابط وأنظمة الإفصاح والشفافية ، ويخضع كل من يخل بتلك الأنظمة للعقوبات المقررة .

ومثال على البورصات المنظمة : بورصة نيويورك ، وبورصة لندن ، وبورصة باريس ، وبورصتا القاهرة والإسكندرية ، وبورصة عمّان ، وسوق الكويت للأوراق المالية ، وسوق البحرين للأوراق المالية ، وسوق أبو ظبي للأوراق المالية ، وسوق دبي المالي ، وغيرها من البورصات المنظمة .

ب) السوق غير المنظمة (السوق الموازية) :

يطلق مصطلح السوق غير المنظمة حكماً كونها لا تتحدد في مكان معين ، وإنما تجري المعاملات على الأوراق المالية غير المدرجة في السوق المنظمة (الرسمية) خارجها ، من خلال شبكة اتصالات تربط بين الوسطاء والتجار والمستثمرين ويتم التعامل من خلال تلك الشبكات على أساس أفضل الأسعار المطروحة .[٢]

وهذه الأسواق لا تسري عليها القوانين والأنظمة التي تحكم الأسواق المنظمة ، وإنما تحكمها أنظمة وأحكام خاصة ، وتدعى تلك الأسواق بـ (الأسواق الموازية) ،

---

(1) حسين عبدالمطلب الأسرج ، مرجع سابق ، ص ١٨ ؛ د.منير إبراهيم هندي ، الأوراق المالية وأسواق رأس المال ، منشأة المعارف ، الإسكندرية ، مصر ، ٢٠٠٢ ، ص٦٨٨ ؛ د.منير إبراهيم هندي ، إدارة الأسواق والمنشآت المالية ، مرجع سابق ، ص ٤٩٣ ؛ د.عبدالغفار حنفي و د.رسمية قرياقص ، الأسواق والمؤسسات المالية (البنوك وشركات التأمين والبورصات وصناديق الاستثمار) ، مرجع سابق ، ص ٤٤٧ .

(2) حسان خضر ، مرجع سابق ، ص ٥ ؛ حسين عبدالمطلب الأسرج ، مرجع سابق ، ص ١٩ ؛ د.عبدالغفار حنفي و د.رسمية قرياقص ، الأسواق والمؤسسات المالية (البنوك وشركات التأمين والبورصات وصناديق الاستثمار) ، مرجع سابق ، ص ٤٤٧ .

ومن الأمثلة على تلك الأسواق : سوق المناخ في دولة الكويت ، وسوق الجوهرة في مملكة البحرين ، اللذان وجدا في بداية حقبة الثمانينيات من القرن الماضي وتم إلغاؤهما ، وتوجد في الوقت الحاضر دعوات من قبل جهات متعددة في ضرورة تدخل المشرع لتنظيم ووضع الضوابط لمثل هذه الأسواق .

الفرع الثاني

نشأة بورصة الأوراق المالية وتطورها التاريخي

من الثابت أن بورصة الأوراق المالية كغيرها من الأسواق مرت بمراحل من التطور حتى غدت على ما هي عليه الآن ، لذلك فإن من متطلبات بيان ماهية بورصة الأوراق المالية والتعريف بها أن يتم تناول نشأة هذا النوع من الأسواق وتطورها التاريخي ، إضافة إلى عرض لنشأة وتطور أهم البورصات العالمية والعربية ، وهو ما سيتم التطرق إليه في الفقرات التالية :

أولاً : نشأة بورصة الأوراق المالية :

ترجع معظم المراجع ذات الصلة بدراسة نشأة بورصة الأوراق المالية كلمة (بورصة) إلى أصل بلجيكي كونها تعود إلى اللقب الذي كان يحمله تاجر اسمه (Van Der Burse) والذي كان يمتلك فندقاً في مدينة (Bruges) ، حيث كان هذا الفندق ملتقى التجار في القرن الخامس عشر الميلادي لإبرام الصفقات التجارية فيما بينهم ، وقد كان يزين واجهة هذا الفندق شعار عملة عليها ثلاثة أكياس [1] ، فمن تلك المدينة انطلقت التسمية في الأغلب الأعم .

---

(1) Marie – Claude, Robert, Bourses De Valeurs, Encyclopedie, Dalloz. Commercial, 1979. ،
نقلا عن : د.عبدالفضيل محمد أحمد ، بورصات الأوراق المالية ، بحث منشور في مجلة البحوث القانونية والاقتصادية ، كلية الحقوق ، جامعة المنصورة ، العدد ٣ ، إبريل ١٩٨٨ ، ص ١٢؛ محمد يوسف ياسين ، البورصة (عمليات البورصة - تنازع القوانين – اختصاص المحاكم) ، ط ١ ، منشورات الحلبي الحقوقية ، بيروت ، لبنان ، ٢٠٠٤ ، ص ١٤ ؛ د.صادق حنين ، بحوث في أعمال البورصة ، مجلة القانون والاقتصاد ، السنة الثامنة ، مصر ، ١٩٣٨ ، ص ٤٩٩ ؛ د.محمد كامل أمين ملش ، شرح القانون التجاري التكميلي ، بدون ذكر اسم الناشر ، ١٩٥٢ ، بند رقم ٣٩٧ ، ص ٢٧٨.

ويعزو بعض الباحثين هذه التسمية (البورصة) إلى أصل فرنسي حيث تعني بالفرنسية (كيس النقود) عندما كان التجار يحضرون إلى السوق وهم يحملون أكياس النقود .[١]

كما يعزو بعض الباحثين بدايات البورصة باجتماع الصيارفة والتجار في أثينا في سوق يدعى (Emponuim) ، كما عرفت روما أيضاً سوق باسم (Le Collegia Mercatorum) وكان ذلك في القرن الخامس قبل الميلاد .[٢]

وفي الحقيقة إن المتتبع لنشأة البورصة بشكل عام ، وبورصة الأوراق المالية بشكل خاص ، يجد أن بدايات النشأة فيها كانت تتسم بالعموم ، حيث كانت التعاملات فيها تتم على شتى أنواع السلع ولم تكن تختص بسلع معينة كما في وقتنا الحالي ، كما لم يكن للبورصات في الماضي من التنظيم القانوني والإداري ما للبورصات في الوقت الحاضر .[٣]

ثانياً : عرض نشأة وتطور أهم البورصات العالمية والعربية :

يتم التعرض من خلال هذا الموضوع إلى نشأة وتطور أهم البورصات الأجنبية ابتداءً من الولايات المتحدة الأمريكية ، والمملكة المتحدة ، وفرنسا باعتبار أن البورصات في هذه الدول تمتلك جذوراً تاريخية عميقة ، الأمر الذي جعلها تمتلك إرثاً تاريخياً في التنظيم القانوني سبق دولاً أخرى كثيرة ، ثم يتم التعرض بعد ذلك إلى أهم البورصات العربية والتي تبتدئ بالبورصة المصرية ، بالإضافة إلى بورصة عمان ، وسوق الكويت للأوراق المالية ، وسوق البحرين للأوراق المالية ، وأخيراً سوق الإمارات للأوراق المالية ممثلةً بكل من سوق أبوظبي للأوراق المالية وسوق دبي المالي ، بالإضافة إلى عددٍ من البورصات العربية الأخرى .

---

(1) د.مسعود محمد مادي و د.عدنان أحمد ولي العزاوي ، النظرية العامة للقانون التجاري ، جامعة السابع من إبريل ، الزاوية ، ليبيا ، بدون سنة نشر ، ص ٢٧٤ .

(2) د.سيد طه بدوي محمد ، عمليات بورصة الأوراق المالية الفورية والآجلة من الوجهة القانونية ، مرجع سابق ، ص١٧ .

(3) د.أحمد محمد لطفي ، مرجع سابق ، ص ١٩- ٢٠ .

١. البورصات الأمريكية :

تحتل البورصات الأمريكية المرتبة الأولى من ناحية التقدم والتطور في أسواق الأوراق المالية ، كما تعد (بورصة نيويورك) من أهم البورصات الأمريكية وأكبرها إضافة إلى تميزها بما يعرف بالتعامل خارج المقصورة (Over The Counter) .[١]

ولقد وجدت بورصة نيويورك عندما كان التجار يقايضون في بيعهم وشرائهم النقود بالسلع والبضائع المختلفة ، وفي عام ١٧٨٩ قام الكونغرس الأمريكي بتفويض بورصة نيويورك بإصدار سندات قرض حكومية لغرض تغطية النفقات العسكرية في تلك السنة ، وتم بعد ذلك بفترة قصيرة طرح أسهم بنك الولايات المتحدة للاكتتاب العام ، ومن هنا ظهرت الحاجة إلى تنظيم وتطوير سوق يعنى بالمتاجرة في تلك الأدوات المالية .[٢]

وفي عام ١٧٩٢ اجتمع عدد من التجار ووقعوا (اتفاقية باتونوود) في شارع "وول ستريت " في مدينة نيويورك ، نظموا بموجبها تداول الأسهم وسندات الدين ، وحظروا التعامل في أماكن أخرى ، ثم استقر السماسرة بعدها في مبنى للبورصة في شارع وول ستريت في نيويورك وكانت هذه هي بدايات بورصة نيويورك (NYSE) كسوق منظمة ، وفي عام ١٨١٧ تم تحديث الأنظمة واللوائح الخاصة بالمتاجرة بالأوراق المالية في البورصة .[٣]

كما توجد بورصات أخرى هامة في الولايات المتحدة الأمريكية منها على سبيل المثال : "بورصة الأوراق المالية الأمريكية American Stock

(1) د.عبدالغفار حنفي و د. رسمية قرياقص ، الأسواق والمؤسسات المالية (البنوك وشركات التأمين والبورصات وصناديق الاستثمار) ، مرجع سابق ، ص ٤٣٨ .

(2) B. O'neill Wyss, Fundamentals Of The Stock Market, Me Grew-Hill, 2001, U.S.A, Page No. 2 .

(3) IB.ID, P 3 ;
مايكل سينسير ، دليل التعامل في سوق الأسهم ، ط ٥ ، كتاب مترجم عن اللغة الانجليزية ، مكتبة جرير ، الرياض ، المملكة العربية السعودية ، ٢٠٠٥، ص ١٠ -١١.

Exchange " (AMEX) ، إضافة إلى سوق شيكاغو للتجارة " Chicago Board of Trade " (CBT) .[١]

ويعتبر " الاتحاد الوطني لأنظمة المتعاملين في الأوراق المالية " ناسداك (NASDAQ) والذي تأسست في عام ١٩٧١ من البورصات المهمة في الولايات المتحدة الأمريكية ، حيث تمتاز باعتبارها أول بورصة أوراق مالية تستخدم النظام الآلي لعرض الأسعار ، ومنذ عدة سنوات اندمجت هذه البورصة مع بورصة الأوراق المالية الأمريكية (AMEX) .[٢]

وإن أهم ما يميز البورصات الأمريكية هو وجود ما يعرف بالأسواق الآجلة "Futures and Options Markets" حيث يتم التعامل فيها بعقود المشتقات التي ظهرت في السبعينيات من القرن الماضي .[٣]

وتتميز أسواق الأوراق المالية الأمريكية بوجود أسواق غير منظمة والتي تعرف (ببورصات خارج المقصورة) Over the Counter Market (- O - T - C - M) حيث يتم التعامل فيها من خلال شبكة الاتصالات الحديثة ، وهي تعمل جنباً إلى جنب مع البورصات المنظمة (Organized Exchange) .[٤]

وبالنسبة للتشريعات الأمريكية المنظمة لبورصات الأوراق المالية وما يتداول فيها من أدوات مالية متعددة ، فقد صدر في عام ١٩٣٣ أول تشريع يحكم هذا النشاط هو قانون الأوراق المالية ، ثم تلاه في عام ١٩٣٤ صدور قانون بورصة الأوراق المالية ، وقد تم بموجب هذين القانونين تنظيم الأوراق والأدوات المالية وأحكام التداول وتنظيم الإفصاح والشفافية في البورصات

---

(1) د.عبدالنافع الزرري و د. غازي فرح ، الأسواق المالية ، ط ١ ، دار وائل للنشر ، عمّان ، الأردن ، ٢٠٠١ ، ص ٥٦ .

(2) مايكل سينمير ، مرجع سابق ، ص ١٢ .

(3) د.عبدالنافع الزرري و د.غازي فرح ، مرجع سابق ، ص ٥٦ .

(4) د.نصر علي طاحون ، شركة إدارة محافظ الأوراق المالية ، دار النهضة العربية ، ٢٠٠٣ ، القاهرة ، مصر ، ص١٣ .

الأمريكية بالإضافة إلى تجريم الممارسات غير المشروعة في تلك البورصات ، وقد جاء هذان القانونان استجابةً للحاجة الملحة لتنظيم هذا النشاط ولضبط التعاملات على الأوراق المالية والتحكم بالبورصات ، ولمواجهة الأشخاص المتلاعبين بها وبمصالح الجمهور .(١)

وفي عام ١٩٣٤ قام الكونغرس الأمريكي بإنشاء لجنة مراقبة عمليات البورصة (Securities Exchange Council) (SEC) ، لغرض تنظيم عمليات التداول والرقابة ووضع القواعد والتنظيمات وحماية المستثمرين والبورصة من الممارسات غير المشروعة ، بما فيها حالات الغش والاحتيال ، والتأكد من إدارة البورصة بشكل سليم ونزيه ، بالإضافة إلى تعقب الأشخاص والمؤسسات المخالفة ومعاقبتهم .(٢)

٢. البورصات الإنجليزية :

كانت أسواق الأوراق المالية في المملكة المتحدة تنقسم إلى ثلاثة أنواع من الأسواق ، حيث توجد السوق الرئيسة وهي ما زالت باقية لغاية الآن ، والتي تضم الشركات التي تحققت لديها المعايير الصارمة المتطلبة لقبولها في البورصة ، وقد وجدت أيضاً إلى جانب السوق الرئيسة السوق الأصغر والأحدث بشكل كبير ، وتدعى "بسوق الأوراق الائتمانية غير المدرجة في القائمة " (Un Schedule Securities Market) (USM) ، حيث أنشئت هذه السوق في عام ١٩٨٠ وكانت تضم الشركات التي لا تنطبق عليها جميع المعايير التي يتطلبها الانضمام إلى السوق الرئيسة ، إلا أنه تم غلق هذه السوق في عام ١٩٩٦ عندما تحولت الشركات المدرجة فيها إلى السوق الرئيسة ، كما وجدت أيضاً السوق الثالثة والتي تحتوي على الشركات التي لا تحظى بالمؤهلات التي يتطلبها

(1) د.جلال البنا ، ماذا تعرف عن الاستثمار في الأوراق المالية والبورصات والمشتقات ، ط ١ ، شركة الندى للطباعة ، طنطا ، مصر ، ٢٠٠٧ ، ص ١١٥- ١١٩ .

(2) مايكل سينميير ، مرجع سابق ، ص ٥٣- ٥٤ .

الانضمام إلى السوق الأصغر (USM) ، وقد تم غلق هذه السوق في عام ١٩٩٠ عندما تحولت الشركات المدرجة فيها إلى السوق الأصغر (USM) ومن ثم إلى السوق الرئيسة في عام ١٩٩٦ .[١]

تعتبر بورصة لندن من أهم البورصات الانجليزية وأقدمها في الظهور ، حيث يمتد تاريخها إلى القرن السابع عشر الميلادي ، وتلاحقت التطورات حتى عام ١٧٦٢ عندما أسس التجار الأوائل جمعية كانت النواة الأولى لبورصة لندن للأوراق المالية .[٢]

وفي مارس ١٩٧٣ تم ربط جميع البورصات الإنجليزية بما فيها بورصة لندن مع بعضها البعض بالشكل الذي توحدت من خلاله أنظمة القيد والتداول في جميع تلك البورصات بنظام قيد وتداول واحد ، بحيث يكفي قيد ورقة مالية في إحداها لقيدها وتداولها في باقي البورصات الانجليزية الأخرى .[٣]

وفي عام ١٩٨٦ تم استحداث نظام الكتروني في السوق ، بحيث استوعب التعامل بالأدوات المالية ، ومن بين تلك الأدوات العقود الآجلة التي تمتاز بها بورصة لندن .[٤]

أما البورصات الأخرى في بريطانيا فقد تأسست أول بورصة بأيرلندا في دبلن عام ١٧٩٩ ، ثم أنشئت بورصة أخرى في ويلز كانت أولاها في ليفربول عام ١٨٢٨ والتي لم يبدأ التعامل فيها إلا في عام ١٨٣٦ ، وفي مانشستر عام ١٨٤٤ ، وتلاها في الظهور بورصات أخرى في مدن بريطانية .[٥]

---

(1) د.جون وايت ، تعريب : د.خالد العامري ، الاستثمار في السندات والأسهم ، طبعة مترجمة عن الانجليزية ، ط ١ ، دار الفاروق للنشر والتوزيع ، القاهرة ، مصر ، ٢٠٠٣ ، ص ٥١ .

(2) Stephen W. Mayson, Derek French & Christopher L. Ryan , OP.CIT, P.165 .

(3) د. نصر علي طاحون ، مرجع سابق ، ص ١٦ ؛
Stephen W. Mayson, Derek French & Christopher L. Ryan , OP.CIT, P.165

(4) د.عبدالنافع الزرري و د. غازي فرح ، مرجع سابق ، ص ٥٧- ٥٨ ؛ و د.عبدالغفار حنفي و د.رسمية قرياقص ، الأسواق والمؤسسات المالية ، مرجع سابق ، ص ٤٣٥ – ٤٣٦ .

(5) د.نصر علي طاحون ، مرجع سابق ، ص ١٦ .

٣. البورصات الفرنسية :

تعود نشأة البورصات الفرنسية إلى القرن الثالث عشر الميلادي حيث كانت تجري بين التجار عمليات تداول أدوات الائتمان كالكمبيالات والسندات الإذنية ، وقد تم في عهد ملك فرنسا (فيليب الأشقر) استحداث مهنة سماسرة الصرف لغرض تنظيم عمليات التداول .[١]

وتعتبر بورصة باريس السوق الرئيسة للبورصة الفرنسية حيث تأسست في عام ١٧٢٤ ، وكان مقرها حينذاك في بلدية باريس ، ثم استقرت في القصر الملكي عام ١٨٠٦ ، إلا أنها منذ عام ١٨٢٦ استقرت في مقرها الحالي في (Palais de Bourse) .[٢]

وفي عام ١٩٦٧ أنشئت لجنة عمليات البورصة (COB) (La commission des opprations de bourse) بصفتها أهم الهيئات المنظمة لعمل وأداء البورصات الفرنسية ، وذلك من خلال فحص التعاملات ومتابعة الأسعار[٣] ، وتمارس اللجنة مهمة الإشراف على تطبيق الجهات المصدرة للأوراق المالية لمبدأ الإفصاح والشفافية ، وإعلام السلطات القضائية عن الجهات غير الملتزمة بهذا الواجب ، بالإضافة إلى مهام أخرى [٤] ، كما تضطلع اللجنة

---

(1) د. محمد صالح جابر ، الاستثمار بالأسهم والسندات وتحليل الأوراق المالية ، ط ١ ، دار الرشيد للنشر ، منشورات وزارة الثقافة والإعلام ، سلسلة دراسات ، سلسلة رقم ٣١٢ ، بغداد ، العراق ، ١٩٨٢ ، ص ٦٦ .

(2) G.Ripert Et R. Roblo, Traite Elementaire De Droit Commercial, T.2, ED. 1986, M. P.64 ,
نقلا عن : د.مظهر فرغلي علي محمد ، الحماية الجنائية للثقة في سوق رأس المال (جرائم البورصة) ، ط ١ ، دار النهضة العربية ، القاهرة ، مصر ، ٢٠٠٦ ، ص ٢٢ .

(3) F. Auckenthler, Marches Financiers, Obligations D' Intermediation Et De Concentration Des Operations Sur Instruments Financiers Admis Aux Negociations D'un Marche' Reglement, JCP, N49, ED. E,3 Decembre 1998, P. 1914 ,
نقلا عن : د. مظهر فرغلي علي محمد ، مرجع سابق ، ص ٥٥ .

(4) J.Sain-Geours, L' Information Boursiere, Petites Affiches, N 71, DU 15 Juin 1994 ; H-J. Schroth, OP. CIT., Petites Affiches Du 10 Janvier ,1996 ,
نقلا عن : د. مظهر فرغلي علي محمد ، مرجع سابق ، ص ٥٦ .

المذكورة بمهمة حماية الادخار الفردي والجماعي من خلال امتلاكها سلطة منح التراخيص المتعلقة بمؤسسات الاستثمار الجماعي وسحبها وتصحيح الأخطاء القائمة [١] ، ومن بين صلاحياتها توقيع الجزاءات الإدارية والعقوبات المالية على من يخل بأنظمة البورصة .[٢]

٤. البورصة المصرية :

لقد كان نشوء البورصة المصرية وليد الحاجة إليها عندما بدأ التفكير في مزاولة نشاط البورصة ، وبظهور أول شركة مساهمة في مصر عام ١٧٥٠ أصبح التجار حينذاك يجتمعون في أماكن متعددة لتداول الأسهم والسندات فيما بينهم .[٣]

وقد كانت بورصة الإسكندرية الأسبق في الظهور ، حيث كانت السوق الآجلة في الإسكندرية تُعد من الأسواق الآجلة الأقدم في العالم وذلك خلال القرن التاسع عشر حيث كان التجار يجتمعون ويعقدون صفقات قائمة على العرض والطلب بشأن القطن ، ثم أنشئت هيئة الإسكندرية للقطن ، وسميت لاحقاً بالهيئة الـ (AGPA) لغرض ممارسة نشاط التجارة في القطن وبذوره والحبوب في الأسواق الفورية والآجلة ، وفي عام ١٨٩٩ انتقلت هذه الهيئة إلى مبنى جديد حيث أطلق عليها اسم (البورصة) ، وبذلك أصبحت بورصة الإسكندرية إحدى معالم المدينة حينذاك ، وفي عام ١٩٠٩ قننت عقود القطن الآجلة لتتوافق مع انتعاش السوق المصرية بعد الهبوط الاقتصادي الكبير الذي جلبه الانهيار المالي لعام ١٩٠٧ عندما انهارت المؤسسات المصرفية والعقارية للأسواق في المضاربات ،

---

(1) Art 4, 15, LOI 2 Juillet 1996 ; Rapport Annual De La Cob, 1990, p. 239 ; H-J. Schroth, OP. CIT., Petites Affiches Du 10 Janvier 1996 ,
نقلا عن : د. مظهر فرغلي علي محمد ، مرجع سابق ، ص ٥٦ .

(2) D. Vatel , A Spects Judiciaries Et Juridictionnels Du Pouvoir De Sanction De la Cob , Rev. Soc., 1994, N1 , Janvier-Mars, P.3,
نقلا عن : د.مظهر فرغلي علي محمد ، مرجع سابق ، ص ٥٨ .

(3) د.عبدالفضيل محمد أحمد ، بورصات الأوراق المالية ، مرجع سابق ، ص ٣٦ ؛ د.عبدالغفار حنفي و د.رسمية قرياقص ، الأسواق والمؤسسات المالية (البنوك وشركات التأمين والبورصات وصناديق الاستثمار) ، مرجع سابق ، ص ٤٥٢ .

إلا أن التدخل الحكومي بالرغم من ذلك ظل غائباً من الناحية الفعلية .[١]

وقد بدأ تدخل المشرع المصري بشكل واضح في تنظيم بورصة الإسكندرية عندما أصدر أول لائحة داخلية لها في عام ١٩٠٢ ، ثم صدر الأمر العالي بشأن البورصة في عام ١٩٠٩ ، والذي أصبح قيد التنفيذ اعتباراً من أول سبتمبر ١٩١٠ .[٢]

أما عن بورصة القاهرة فقد كان ظهورها بورصةً منظمة في عام ١٩٠٣ عندما تم اختيار أحد المباني مقراً رسمياً بصفة مؤقتة لبورصة القاهرة ، وأطلق عليها اسم "الشركة المصرية للأعمال المصرفية والبورصة " ، إلا أنه وعلى أثر الانهيار الاقتصادي الذي وقع في عام ١٩٠٧ في معظم دول العالم فقد تم حل وتصفية هذه الشركة ، ثم عادت حركة التداول مرة أخرى في إبريل من عام ١٩٠٩ ، وفي عام ١٩٢٨ انتقلت بورصة القاهرة إلى المبنى الحالي لها .[٣]

وخلال الفترة من ١٩٥٢ – ١٩٧٢ عصفت بالبورصة المصرية حالة من الجمود والشلل في التداول بسبب صدور التشريعات الاشتراكية ، إلا أنه بعد عام ١٩٧٢ انتهجت الحكومة المصرية سياسة الانفتاح الاقتصادي وتشجيع القطاع الخاص وصدور التشريعات المشجعة على الاستثمار ، مما كان له الدور المؤثر في تنشيط بورصة الأوراق المالية مجدداً .[٤]

وفي عام ١٩٧٩ تم تأسيس الهيئة العامة لسوق المال المصرية ، إلا أنها لم تمارس كافة مهامها إلا في نهاية التسعينيات ، عندما تولت الإشراف على أسواق المال وشركات الوساطة المالية والشركات المصدرة للأوراق المالية ، كما تضمنت مهامها الإشراف على الهيئات التنظيمية والإدارية ذات العلاقة ، وهي بورصتا

(1) الموقع الالكتروني لبورصتي القاهرة والإسكندرية www.egyptse.com .

(2) الهيئة العامة لسوق المال المصري ، موسوعة القوانين واللوائح والقرارات المنظمة لسوق رأس المال ، القاهرة ، مصر ، بدون ذكر سنة النشر ، ص ١٠ .

(3) الموقع الالكتروني لبورصتي القاهرة والإسكندرية www.egyptse.com .

(4) د.عبدالفضيل محمد أحمد ، بورصات الأوراق المالية ، مرجع سابق ، ص ٤٢ – ٤٤ .

القاهرة والاسكندرية ، وشركة مصر للمقاصة والتسوية والحفظ المركزي ، بالإضافة إلى المنظمات التي تمثل الوسطاء كجمعية سماسرة الأوراق المالية ، والجمعية المصرية للأوراق المالية ، والجمعية المصرية لإدارة الاستثمار .(١)

وفي عام ١٩٩٢ صدر قانون سوق رأس المال المصري رقم ٩٥ ، ثم صدرت لائحته التنفيذية رقم ١٣٥ لسنة ١٩٩٣ ، وفي قانون التجارة رقم ١٧ لسنة ١٩٩٩ نظم المشرع في مواده من ٤٤ - ٤٦ بعض أحكام البورصة ، وفي عام ٢٠٠٠ صدر القانون رقم ٩٣ بشأن الإيداع والقيد المركزي للأوراق المالية ، وقد تعاقبت التعديلات على تلك التشريعات من أجل الرقي بالبورصة المصرية إلى أعلى المستويات .

٥. البورصة الأردنية :

تُعدّ بورصة عمّان السوق الوحيدة في الأردن ، وقد كانت بدايات التداول بالأوراق المالية في الأردن منذ أوائل الثلاثينيات من القرن العشرين في سوق غير منظمة ، بواسطة بعض شركات الوساطة ، حيث تأسست ثلاث شركات كبرى تم الاكتتاب في أسهمها ، حتى صدور القانون رقم ٣١ لسنة ١٩٧٦ الذي تم بموجبه تأسيس بورصة عمّان المالية لتقوم بدور رقابي على سوق رأس المال الأردني ، بالإضافة إلى دورها كونها بورصة تقليدية للأوراق المالية ، وقد باشرت البورصة مهامها بتاريخ ١٩٧٨/١/١ حتى عام ١٩٩٧ ، عندما صدر قانون الأوراق المالية المؤقت والذي تم بموجبه إنشاء هيئة الأوراق المالية ، والتي أصبحت بموجبه الجهة المختصة بعمليات التشريع والإشراف والرقابة ، وأنشئت بموجب القانون نفسه بورصة عمّان مؤسسةً مستقلة إدارياً ومالياً ، وأوكل إليها القيام بالدور التنفيذي سوقاً منظمة لتداول الأوراق المالية تحت إشراف ورقابة هيئة الأوراق المالية ، كما أنشئ بموجب القانون نفسه مركز إيداع الأوراق المالية بصفته

(1) الموقع الالكتروني للهيئة العامة لسوق المال المصري www.cma.gov.eg .

مؤسسةً مستقلة ، تدار من قبل القطاع الخاص وجهة وحيدة مصرح لها بالحفظ الأمين لملكية الأوراق المالية ، والإشراف على عمليات التسوية والتقاص .(١)

وفي عام ٢٠٠٢ صدر قانون جديد للأوراق المالية هو القانون رقم ٧٦ ليلغى بموجبه القانون السابق لسنة ١٩٩٧ ، كما صدر النظام الداخلي لبورصة عمّان لسنة ٢٠٠٤ بالاستناد لقانون الأوراق المالية الجديد ، وفي عام ٢٠٠٤ صدرت أيضاً تعليمات إدراج الأوراق المالية في بورصة عمّان ، وكذلك تعليمات الإفصاح التي صدرت بالاستناد لأحكام البندين ٣ و ٤ من المادة ٢٤/ ب من النظام الداخلي لبورصة عمّان . كما صدر في عام ٢٠٠٤ أيضاً النظام الداخلي لعوائد مركز إيداع الأوراق المالية ، وحالياً يوجد مشروع دليل قواعد حوكمة الشركات المساهمة المدرجة في بورصة عمّان ، وهو قيد المناقشة لإقراره .(٢)

٦. سوق الكويت للأوراق المالية :

لقد كانت لموارد الكويت المالية وخاصة النفطية منها ، وما شهده هذا القطاع من ارتفاع متسارع ، الدور الكبير في ظهور بوادر السوق المالية في هذا البلد ، حيث شهدت تلك الفترة تأسيس عدد من الشركات المساهمة الكويتية كان أولها " بنك الكويت الوطني " في عام ١٩٥٢ ، ثم تلاها تأسيس عدد من شركات المساهمة الأخرى ، الأمر الذي ساعد على ظهور النشاطات الاقتصادية المالية المتعلقة بسوق الأسهم .(٣)

---

(1) الموقع الالكتروني لكل من : هيئة الأوراق المالية الأردنية www.jsc.gov.jo ، وبورصة عمّان www.ammanstockex.com .

(2) انظر هذه القوانين والأنظمة في الموقع الالكتروني لكل من : هيئة الأوراق المالية الأردنية www.jsc.gov.jo ، وبورصة عمّان www.ammanstockex.com.

(3) حازم الببلاوي و رائد فهمي ، سوق الأسهم الكويتية ، سلسلة رسائل البنك الصناعي الكويتي ، العدد السادس ، الكويت ، يونيو ١٩٨٢ ، ص ٢٤- ٢٧ ؛ د.يعقوب يوسف صرخوه ، الأسهم وتداولها في الشركات المساهمة في القانون الكويتي ، رسالة دكتوراه ، كلية الحقوق ، جامعة القاهرة ، القاهرة ، مصر ، ١٩٨٢ ، ص ٨ ؛ د.محمد صالح جابر ، مرجع سابق ، ص ٧٣- ٧٥ ؛ سوق الكويت للأوراق المالية ، دليل السوق ، اسطوانة سي دي ، صفحة المقدمة .

وقد شهدت حركة تداول الأسهم بعد عام ١٩٧٥ ارتفاعاً ونشاطاً كبيراً ، إلا أنه في عام ١٩٧٧ تعرضت سوق الأسهم لانتكاسة كبيرة عرفت بأزمة سوق المناخ ، نتجت عن عدة عوامل ، منها التوقعات الخاطئة لجمهور المستثمرين بخصوص توزيعات الأرباح ، وكذلك بسبب الحجم الكبير لعمليات البيع الآجل ، وعلى أثر تلك الانتكاسة التي تعرضت لها سوق الأسهم قامت الحكومة الكويتية بمجموعة من الإجراءات الإيجابية ساعدت على انتعاش نشاط التداول .[١]

وقد بدأ التنظيم التشريعي للأوراق المالية في الكويت بصدور قانون الشركات التجارية رقم ١٥ لسنة ١٩٦٠ ، ثم تلاه صدور عدد من التشريعات الخاصة بتنظيم تداول الأوراق المالية ، وفي عام ١٩٧٢ أنشئ مكتب للأوراق المالية بالمركز التجاري بمدينة الكويت ، حيث تركزت مهامه على تلقي المعلومات المتعلقة ببيانات تداول الأسهم من السماسرة ، ومن ثم نشرها في الصحف الكويتية اليومية ، وفي عام ١٩٧٤ قام مجلس الوزراء بتشكيل لجنة لدراسة أوضاع شركات المساهمة ، والتي أوصت في نهاية أعمالها بإنشاء سوق منظمة للأوراق المالية ، وفي عام ١٩٧٦ صدر القرار الوزاري رقم ٦١ بتنظيم التعامل في الأوراق المالية الخاصة بالشركات المساهمة الكويتية والتي تُعدّ بمثابة لائحة تنظيمية ، وفي الثاني من ابريل عام ١٩٧٧ تم افتتاح أول مقر للبورصة الكويتية ، كما صدر في أغسطس من عام ١٩٨٣ المرسوم الأميري الخاص بإعادة تنظيم السوق بوصفها هيئةً مستقلة بواسطة لجنة للأوراق المالية وإدارة تنفيذية ، مهمتها وضع القواعد والأحكام المناسبة لإعادة تنظيم البورصة .[٢]

ومن بين أبرز التشريعات الكويتية الحديثة في تنظيم سوق الكويت للأوراق المالية القانون رقم ٢ لسنة ١٩٩٩ بشأن الإفصاح عن المصالح في أسهم شركات المساهمة ، والذي كان له الأثر البارز في ترسيخ مبدأ الإفصاح والشفافية في هذه

(1) د.يعقوب يوسف صرخوه ، مرجع سابق ، ص ٩- ١٤ .
(2) سوق الكويت للأوراق المالية ، مرجع سابق ، صفحة المقدمة .

السوق ، بالإضافة إلى إصدار لجنة السوق القرار رقم ٥ لسنة ١٩٩٩ بشأن تنظيم الإفصاح عن المصالح في شركات المساهمة .

٧. سوق البحرين للأوراق المالية :

لقد كانت البدايات الأولى لبورصة الأوراق المالية في مملكة البحرين عند تأسيس أول شركة مساهمة بحرينية عام ١٩٥٧ هو بنك البحرين الوطني ، وظهور أول سوق غير نظامية للأوراق المالية عرفت باسم "سوق الجوهرة" ، واستمر الوضع حتى عام ١٩٨٧ بصدور القانون رقم ٤ ، والذي تم بموجبه إنشاء سوق البحرين للأوراق المالية ، ومن ثم صدور اللائحة الداخلية للسوق بموجب القرار الوزاري رقم ١٣ لسنة ١٩٨٨ ، وبتاريخ ١٩٨٩/٦/١٧ تم الافتتاح الرسمي لسوق البحرين للأوراق المالية .[1]

وبالنسبة إلى التنظيم القانوني لسوق البحرين للأوراق المالية فقد حظي بعناية المشرع البحريني ، فبالإضافة إلى صدور القانون رقم ٤ لسنة ١٩٨٧ ولائحته الداخلية ، فهناك عدد غير قليل من القرارات والأنظمة واللوائح التي عنيت بتنظيم مسائل متعددة ، وبالأخص تلك المتعلقة بمعايير الإفصاح ، وأيضاً دليل المطلعين على المعلومات الصادرين عن مؤسسة نقد البحرين ، والتي تم تغيير اسمها مؤخراً إلى "مصرف البحرين المركزي" ، والقرار رقم ١ لسنة ١٩٩٨ بشأن الإفصاح عن بعض المعلومات الخاصة بتداول الأوراق المالية المدرجة في سوق البحرين للأوراق المالية الصادر عن رئيس مجلس إدارة سوق البحرين للأوراق المالية (وزير التجارة) ، كما صدرت أيضاً إجراءات حظر ومكافحة غسل الأموال في سوق البحرين للأوراق المالية .[2]

(1) الموقع الالكتروني لسوق البحرين للأوراق المالية ، www.bahrainstock.com .

(2) المرجع السابق .

٨. سوق الإمارات للأوراق المالية :

ظهرت بدايات بورصة الأوراق المالية في دولة الإمارات العربية المتحدة منذ عام ١٩٦٣ ، عندما تأسست أول شركة مساهمة ، وهي بنك دبي الوطني المحدود ، ثم توالى تأسيس شركات مساهمة أخرى ضمن قطاعات أخرى في الستينات والسبعينات وما بعدها من القرن الماضي ، إلا أن تلك البدايات لبورصة الأوراق المالية اقتصرت على السوق الأولية (سوق الإصدار) ، إضافة إلى افتقار هذا النشاط أيضاً للتنظيم القانوني عدا بعض النصوص التي وردت في القانون الاتحادي رقم ١٠ لسنة ١٩٨٠ بشأن المصرف المركزي والنظام النقدي وتنظيم المهنة المصرفية ، فقد نظمت بعض المسائل المتعلقة بتعامل المؤسسات المالية .(١)

وفي عام ١٩٨٢ قام اتحاد غرف التجارة والصناعة في الدولة بمحاولات لإنشاء بورصة للأوراق المالية ، إلا أن تلك المحاولات توقفت وتوقفت معها السوق الأولية (سوق الإصدار) وذلك لأسباب عديدة ، كان أهمها أحداث سوق المناخ في دولة الكويت ، إضافة إلى الركود الاقتصادي في دولة الإمارات العربية المتحدة الذي استمر حتى عام ١٩٨٨ .(٢)

وبصدور القانون الاتحادي رقم ٨ لسنة ١٩٨٤ في شأن الشركات التجارية خضعت السوق الأولية (سوق الإصدار) في الدولة لعناية المشرع ، ذلك أنه يعتبر القانون الأول الذي نظم شركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم بالإضافة إلى تنظيم إصدار الأسهم والسندات وطرق وشروط تداولها وغير ذلك من القواعد . وعقب ذلك صدر عن المصرف المركزي القرار رقم ٦ لسنة ١٩٨٨ بشأن نظام

---

(1) صالح راشد الحمراني ، مرجع سابق ، ص ٦٩- ٧١ ؛ وبالرجوع إلى نصوص قانون المصرف المركزي المنوه عنه نلاحظ أن المادتين ١٢٠ و ١٢١ منه فقط هما اللتان تطرقتا إلى نشاط سوق الأوراق المالية فيما يتعلق بحصر الترخيص لمزاولة مهنة السمسرة في الأوراق المالية حسب الشروط التي يحددها المصرف المركزي ، هذا على المستوى الاتحادي بينما نرى أن إمارة الشارقة هي الإمارة الوحيدة التي كان لها في ذلك الوقت قانون خاص للسمسرة برقم ١ لسنة ١٩٨١ ، المرجع نفسه ، ص ٨٣ .

(2) د.عماد صالح سلام ، إدارة الأزمات في بورصات الأوراق المالية العربية والعالمية والتنمية المتواصلة ، شركة أبوظبي للطباعة والنشر ، أبو ظبي ، الإمارات العربية المتحدة ، ٢٠٠٢ ، ص ٢١٦ .

وسطاء بيع وشراء الأسهم والسندات فقد كان هذا القرار بداية لتنظيم مهنة السمسرة في الأوراق المالية ، وكان ذلك أيضاً نتيجة للانتعاش الاقتصادي الذي عاشته الدولة في تلك الفترة .[١]

وخلال الفترة بين ١٩٨٢ إلى عام ١٩٨٨ تأسست ثلاث شركات وساطة مالية في دولة الإمارات العربية المتحدة ، ثم على أثر انتعاش الاقتصاد الوطني منذ عام ١٩٨٨ ظهرت سوق الأسهم كإحدى القنوات الاستثمارية في الدولة ، وصدر في عام ١٩٨٨ أول مؤشر للأسهم في الدولة ، هو مؤشر بنك أبوظبي الوطني .[٢]

ومع بداية عام ١٩٩٥ تم استئناف نشاط السوق الأولية (سوق الإصدار) بتأسيس شركات مساهمة ، وزيادة أداء الشركات وانتعاش السوق ، الأمر الذي أدى إلى ارتفاع ملحوظ لأسعار الأسهم بشكل مضاعف بحيث حدثت مضاربات شديدة في النصف الثاني من عام ١٩٩٨ ، في الوقت الذي وصلت الأسعار إلى ذروتها في أواخر العام المذكور وارتفاع القيمة السوقية للشركات المصدرة ، وقد شكل ذلك قناعة لدى المستثمرين بالمبالغة في تلك الأسعار مما أدى إلى موجة كبيرة في بيع الأسهم ، كان الهدف من ورائها جني الأرباح ، مما تسبب في تدهور الأسعار بشكل كبير ، واستمر الانخفاض في أسعار الأسهم حتى نهاية عام ٢٠٠٠.[٣]

ولقد أشار المشرع الإماراتي في القانون الاتحادي رقم ١٨ لسنة ١٩٩٣ بشأن المعاملات التجارية إلى عدم جواز فتح سوق للأوراق المالية في الدولة إلا بعد الحصول على موافقة مجلس الوزراء على أن يصدر بتنظيم أعماله قانون اتحادي .[٤]

---

(1) صالح راشد الحمراني ، مرجع سابق ، ص ٨٣ – ٨٤ .

(2) د.عماد صالح سلام ، مرجع سابق ، ٢١٧ .

(3) المرجع السابق ، ص ٢١٧- ٢١٨ .

(4) المادة ١٩٦ من القانون المذكور .

وحتى عام ٢٠٠٠ كانت التعاملات الواردة على الأوراق المالية في الدولة تمارس في سوق غير رسمية إلى أن صدر القانون الاتحادي رقم ٤ لسنة ٢٠٠٠ بشأن هيئة وسوق الإمارات للأوراق المالية والسلع ، والذي تم بموجبه إنشاء هيئة الأوراق المالية والسلع ، ووجد على أساسه ما يعرف بالسوق الرسمية لتداول الأوراق المالية ، حيث أنشئت بموجب هذا القانون والقرارات الوزارية الصادرة بتنفيذه بورصتان للأوراق المالية ، هما سوق دبي المالي ، وسوق أبوظبي للأوراق المالية ، وذلك في عام ٢٠٠٠ ، وبذلك أصبحت هاتان البورصتان الوحيدتين المرخصتين في دولة الإمارات العربية المتحدة لإدراج وتداول الأوراق المالية المرخص بإصدارها وإدراجها وتداولها وفقاً للقانون المذكور والأنظمة الصادرة بموجبه .[1]

وقد توالت التعديلات على القانون الاتحادي رقم ٤ لسنة ٢٠٠٠ بشأن هيئة وسوق الإمارات للأوراق المالية والسلع والأنظمة الصادرة بمقتضاه ، وصدور القرارات التنظيمية بشأن مسائل أخرى منظمة لبورصات الأوراق المالية في الدولة .[2]

٩. بعض البورصات العربية الأخرى :

إضافة إلى البورصات التي عرضنا لها فيما تقدم ، فإن هناك عدداً غير قليل من البورصات العربية الأخرى ، منها سوق الأسهم السعودية ، حيث تتولى

---

(1) وهي كل من : النظام الخاص بترخيص السوق والرقابة عليه ، والنظام الخاص بإدراج الأوراق المالية والسلع ، ونظام عمل هيئة الأوراق المالية والسلع ، والنظام الخاص بالوسطاء ، والنظام الخاص بعضوية السوق ، والنظام الخاص بالإفصاح والشفافية ، ونظام التحكيم في المنازعات الناشئة عن تداول الأوراق المالية والسلع ، والنظام الخاص بالتداول والمقاصة والتسويات ونقل الملكية وحفظ الأوراق المالية ، والنظام الخاص بعمل السوق ، والنظام الخاص بإدراج الشركات الأجنبية ، والنظام الخاص بفتح قاعات التداول ، راجع في ذلك : الموقع الالكتروني لهيئة الأوراق المالية والسلع : www.sca.ae .

(2) وهي كل من : النظام الخاص بإدراج سندات الدين ، والنظام الخاص بإدراج الصكوك الإسلامية ، والنظام الخاص بإدراج وتداول السلع وعقود السلع ، والرسوم المستحقة للهيئة تنفيذاً لأحكام القانون الاتحادي رقم ٤ لسنة ٢٠٠٠ ، وتعميم مجلس إدارة الهيئة بشأن إجراءات مواجهة غسل الأموال ، والضوابط والإجراءات التنظيمية لشراء الشركة لأسهمها ، والرسوم المقررة على سندات الدين والصكوك الإسلامية ، وضوابط حوكمة الشركات ومعايير الانضباط المؤسسي ، وضوابط وآلية فصل الحسابات لدى الوسطاء ، ونظام التداول عبر الانترنت ، راجع الموقع الالكتروني لهيئة الأوراق المالية والسلع : www.sca.ae .

هيئة السوق المالية السعودية الإشراف والرقابة على هذه السوق وتنظيمها وتطويرها وإصدار اللوائح والقواعد والتعليمات اللازمة لمزاولة النشاط فيها ، وقد تأسست الهيئة المذكورة بموجب (نظام السوق المالية) رقم م/٣٠ بتاريخ ١٤٢٤/٠٦/٠٢هـ[1] ، وتُعد سوق الأسهم السعودية من الأسواق التي شهدت تطوراً ونشاطاً ملموساً في فترة قصيرة نسبياً .

ومن بين البورصات الخليجية كل من سوق مسقط للأوراق المالية في سلطنة عمان التي تأسست بموجب القانون رقم ٥٣ لسنة ١٩٨٨ ، بالإضافة إلى سوق الدوحة للأوراق المالية في دولة قطر والتي تأسست بموجب القانون رقم ١٤ لسنة ١٩٩٥ .

كما تعتبر بورصة بيروت من البورصات العربية التي لها جذور تاريخية ، فقد تأسست في عام ١٩٢٠ إلا أنها توقفت بسبب أحداث الحرب الأهلية لمدة ١٣ سنة وقد عادت واستأنفت نشاطها في ٢٢ يناير ١٩٩٦ [2] ، كما يُعد سوق العراق للاوراق المالية من الأسواق الناشئة في المنطقة العربية ، حيث تأسس بموجب القانون المرقم ٧٤ في ٢٠٠٤/٤/١٨ وباشر نشاطه في اول جلسة تداول له في ٢٠٠٤/٦/٢٤ [3] ، ويُعد هذا السوق امتداداً لسوق بغداد للأوراق المالية الذي تأسس في ١٩٩١/٦/٨ وأُغلق بتاريخ ٢٠٠٣/٤/١٩ .

(1) الموقع الالكتروني لهيئة السوق المالية السعودية ، www.cma.org.sa .

(2) د.عبده جميل غصوب ، بورصة بيروت في القانون اللبناني وقانون التجارة الدولية ، بحث منشور في مجلة الدراسات القانونية ، العدد الأول ، جامعة بيروت العربية ، بيروت ، لبنان ، ٢٠٠٤ ، ص ٨٥ .

(3) الموقع الالكتروني لسوق العراق للأوراق المالية www.isx-iq.net

الفرع الثالث

أهمية بورصة الأوراق المالية ووظائفها الرئيسة

تُعد بورصة الأوراق المالية بمثابة المؤشر الذي يقاس به وضـع الاقتـصاد الوطني ، وفيما إذا كان هذا الاقتصاد يتضمن عوامل دافعة أم مثبطة للاسـتثمار ، فالبورصة تعد ركناً مهماً في النظام الاقتصادي الذي يعتمد على الحرية الاقتصادية من خلال تشجيع الادخار لدى الأفراد في سبيل تمويل المشاريع التـي تقـوم بهـا الشركات الكبرى ، مما يكون له الدور الرئيس في تنمية الاقتصاد الوطني وتطـوره السريع ، وقد أظهرت الدراسات أن المساهمة الفعالة لبورصـات الأوراق الماليـة يأتي من خلال توجيه المدخرات نحو فرص الاستثمار الوطنية المتاحة ، وهو مـا يؤدي إلى نمو حجم التداولات في البورصة بشكل كبير .[١]

وتستمد بورصة الأوراق المالية أهميتها ودورها في الاقتصاد من وجودهـا في كونها تمتلك عدداً من الوظائف ، إذا تحققت تلك الوظائف فسوف تدفع بعمليـة التنمية الاقتصادية إلى الأمام ، وهي أولاً وأخيراً أداة فاعلة بيد مؤسـسات الدولـة للرقي بالاقتصاد الوطني ، وسـوف يتم التطرق إلى تلك الوظائف فـي الفقـرات التاليـة :

أولاً : الوظيفة التمويلية :

تعمل بورصة الأوراق المالية على وظيفة رئيسة هـي تحويـل الأرصـدة القابلة للإقراض من الجهات التي لديها فائض مالي إلى الجهات التي تعـاني مـن عجز مالي .[٢]

وتقوم البورصة بتعبئة المدخرات وتوجيهها الصحيح والتخـصيص الجيـد

---

(1) محمد يوسف ياسين ، مرجع سابق ، ص ١٢ – ١٣ .

(2) د.محمد صفوت قابل ، الأسواق المالية الأوربية وسياسات السوق الواحدة للاتحاد الأوربي ، مجلة المال والصناعة ، العدد ١٥ ، بنك الكويت الصناعي ، الكويت ، ١٩٩٧ ، ص ١١ .

للموارد نحو تمويل أنشطة الاستثمار المتنوعة من صناعية وتجارية وعمرانية بالشكل الذي يعمل على تنشيط التقدم الاقتصادي للبلاد ، عن طريق زيادة مجالات الاستثمار المالية المتاحة أمام المدخرين بتنويع محافظهم المالية لتشمل مختلف الأوراق المالية .[١]

ثانياً : أداة لتقويم الجهات المصدرة للأوراق المالية والمشروعات :

ذلك أن من وظائف البورصة تحديد السعر الأمثل (Fair Determination) ، وذلك من خلال عوامل الطلب والعرض المستمرة ، فضلاً عن ثقة الجمهور (Public Confidence) في الورقة المالية ، وإن كان من الصعب قياس هذا العنصر الأخير [٢] ، نظراً لاختلاف المستويات الثقافية والاجتماعية للجمهور .

ويتفرع عن هذه الوظيفة الهامة وظيفة أخرى ، وهي استخدام التغير في أسعار الأوراق المالية المتداولة في البورصة كمؤشر للتغيرات الاقتصادية (Price Changes as a Leading Economic Indicator) واعتبارها أداة للتنبؤ بظروف النشاط الاقتصادي ، لاسيما وأن التغير الحاد في أسعار الأوراق المالية عادة ما يسبق الدورات الاقتصادية (Economic Sycles) .[٣]

إن للزيادة الحاصلة في تعاملات بورصة الأوراق المالية دوراً كبيراً في تحفيز المتعاملين فيها للحصول على المعلومات والبيانات عن الجهات المدرجة ، وتقوم تلك البورصات بمهمة تزويد المستثمرين بجميع تلك الخدمات التي تمكنهم

(1) د.أحمد محمد لطفي ، مرجع سابق ، ص ٣٠ ؛ د.محسن أحمد الخضيري ، مرجع سابق ، ص ١٩ ؛ د.هالة حلمي السعيد ، الأسواق المالية الناشئة ودورها في التنمية الاقتصادية في ظل العولمة ، سلسلة رسائل بنك الكويت الصناعي ، العدد ٥٨ ، الكويت ، سبتمبر ١٩٩٩ ، ص ٤٩ – ٥٣ ؛ د.صعفق الركيبي ، الوظائف الرئيسية لأسواق المال وأدواتها ، مقال منشور في صحيفة الخليج ، العدد ٧٣٠١ ، ١٦/مايو/١٩٩٩ ، دار الخليج للطباعة والنشر والتوزيع ، الشارقة ، دولة الإمارات العربية المتحدة ، ص ٥ .

(2) د.محمد أحمد بن فهد ، اقتصاديات النقود والبنوك ، أكاديمية شرطة دبي ، دبي ، الإمارات العربية المتحدة ، ٢٠٠٣ ، ص ٩٣ .

(3) المرجع السابق ، ص ٩٣ .

من الإطلاع على كافة المعلومات بشكل يحقق الإفصاح والشفافية في إيصال المعلومات من جهة ، وتساعد على إجراء بعض التعديلات في إدارات تلك الجهات ، وفي سياساتها أملاً في تحسين وتطوير أدائها من جهة ثانية .(١)

ثالثاً : وظيفة الإشراف والرقابة والتنظيم :

تتمثل وظيفة الإشراف والرقابة والتنظيم التي تمارسها الجهات المشرفة على البورصة كهيئة الأوراق المالية والسلع في دولة الإمارات العربية المتحدة ، وهيئة سوق رأس المال في جمهورية مصر العربية ، وهيئة الأوراق المالية في المملكة الأردنية الهاشمية ، وغيرها من الهيئات واللجان المشرفة على البورصات في الدول الأخرى بوضع وتطبيق التشريعات لتنظيم عمليات تداول الأوراق المالية ، ووضع الآليات المناسبة بما يكفل الإفصاح الكامل والشفافية الواضحة للمعلومات المتعلقة بتلك الأدوات وبالجهات المدرجة ، وبما يضمن حقوق كافة المتعاملين فيها ويحميهم من الممارسات الضارة بهم .(٢)

رابعاً : أداة تحذير وتوزيع للمخاطر :

يُعدّ المتعاملون بالأوراق المالية أكثر الأطراف في البورصة تعرضاً للمخاطرة ، تبعاً لنجاح أو فشل الجهة التي يتم التعامل في أوراقها المالية (٣) ، ومن هنا تأتي أهمية بورصة الأوراق المالية في كونها أداة تحذير وتنبيه للمستثمرين (٤) ، وتتوزع من خلالها الخسائر التي يتعرض لها المستثمرين على عدد غير محدود منهم .

---

(1) حسام الدين محمد ، ألف باء البورصة ، بحث منشور في الموقع الالكتروني (إسلام أون لاين www.islamonline.net ، تاريخ التحميل ٢٠٠٤/٤/٣ ؛ د.صعفق الركيبي ، الوظائف الرئيسية لأسواق المال وأدواتها ، مرجع سابق ، ص ٥ .

(2) د.مظهر فرغلي علي محمد ، الحماية الجنائية للثقة في سوق رأس المال (جرائم البورصة) ، ط ١ ، دار النهضة العربية ، القاهرة ، مصر ، ٢٠٠٦ ، ص ٣٧ .

(3) د.طارق عبدالعال حماد، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية ، الدار الجامعية ، الإسكندرية ، مصر ، ٢٠٠٠ ، ص ٥٣ .

(4) د.محسن أحمد الخضيري ، مرجع سابق ، ص ١٩ .

خامساً : سهولة التحويل والتداول :

تؤدي البورصة دوراً مميزاً في تسهيل عمليات تحويل وتداول الأوراق المالية من الأسهم وسندات الدين وغيرها من الأوراق والأدوات المالية القابلة للإدراج والتداول في البورصة بين المتعاملين ، وفقاً لآليات يراعى من خلالها طبيعة تلك الأدوات ، ودون الخضوع لإجراءات حوالة الحقوق المتعارف عليها في التشريعات المدنية ، التي تتطلب في الحوالة شكلية معينة وشروط إجرائية لا تُشترط في التعاملات التي تجري في نطاق بورصة الأوراق المالية .

سادساً : تحقيق الأسعار الواقعية :

تتحقق الأسعار الواقعية للأوراق المالية من خلال نظام العرض والطلب المعمول به في البورصة ، حيث تكشف الأسعار التي تصل إليها الأوراق المالية عن المركز الحقيقي للجهات المصدرة لها [1] ، والذي تؤكده المعلومات والبيانات المفصح عنها .

سابعاً : أداة لتخصيص المشاريع العامة :

تُعدّ بورصة الأوراق المالية قناة فاعلة لتخصيص المشاريع المملوكة للدولة ، حيث تلجأ إليها الحكومات إذا ما رغبت في تصفية الممتلكات العامة وتحويلها للقطاع الخاص ، تفادياً لأية خسائر قد تتعرض لها منشآتها ، ويُعدّ طرح الأوراق المالية المكونة لرأسمال تلك المنشآت من الأساليب الناجعة للتخصيص ، وذلك بعد تحديد قيمة تلك الأوراق المالية وبيان ظروف المنشأة صاحبة تلك الأوراق وغيرها من البيانات ، سعياً لتحقيق مبدأ الإفصاح والشفافية .[2]

(1) حسام الدين محمد ، الف باء البورصة ، مرجع سابق ، صفحة الوظائف الاقتصادية للبورصة .

(2) صالح راشد الحمراني ، مرجع سابق ، ص ٣٤ – ٣٧ .

المطلب الثاني

التعريف بالأوراق والأدوات المالية المتداولة في البورصة

تمهيـد وتقسيـم :

تُعد الأوراق المالية (Securities) ، وأهمها الأسهم وسندات الدين وحصص التأسيس (حصص الأرباح) وأذون وسندات الخزانة ووثائق الاستثمار ، وغيرها من الأوراق والأدوات المالية الأخرى ، السلع الرائجة في بورصات الأوراق الماليـة .

ولبيان ماهية الأوراق والأدوات المالية المتداولة في البورصة ، ينبغي تعريفها ، وبيان أنواعها ، ومن ثم تمييزها عن غيرها من الأدوات الأخرى .

لذلك سنقسم موضوعات هذا المطلب في الفروع الثلاث التالية ، وهي :

الفرع الأول : تعريف الأوراق والأدوات المالية .

الفرع الثاني : أنواع الأوراق والأدوات المالية .

الفرع الثالث : تمييز الأوراق المالية عن غيرها من الأدوات الأخرى .

الفرع الأول

تعريف الأوراق والأدوات المالية

قيل عن الورقة المالية بأنها "صك يعطي لحامله الحق في الحصول على جزء من عائد أو جزء من أصول منشأة ما أو الحقين معاً " [1] ، كما قيل عنها أيضاً بأنها "صكوك قابلة للتداول ، تمثل حقوق المساهمين أو أصحاب القروض البعيدة الآجال ، وتشكل أجزاءً متساوية لمبلغ إجمالي ترتبط به حقوق

(1) د.منير إبراهيم هندي ، الأوراق المالية وأسواق رأس المال ، مرجع سابق ، ص ٥ .

متساوية في حلقة واحدة ".[١]

ومن جهتنا فإننا نذهب إلى الاعتقاد مع الاتجاه الفقهي السائد بأن مجمل التعريفات التي قيلت في الأوراق المالية لم تخرجها عن كونها ، "مجموعة من الصكوك التي لها قيمة مالية أو القابلة للتقييم والتي تصدر عن الشركات الخاصة أو عن الدولة أو من مؤسساتها العامة سواء منها المحلية أم المركزية ، وتتميز تلك الأوراق بقابليتها للتداول بعد إصدارها ، وكل واحدة منها غير قابلة للتجزئة ، وهي تمثل حق ملكية كما في الأسهم العادية ، أو تمثل حق دين كما في السندات ، أو تمثل الحقين معاً أي حق مديونية وحق ملكية كما في الأسهم الممتازة " .[٢]

أما على النطاق التشريعي - فحسب رأي أغلبية الفقه - فإن المشرعين في أغلب الدول لم يهتموا كثيراً بتعريف مفهوم الأوراق المالية ، فلا نجد مثلاً في القانون الإماراتي تعريفاً لها وإنما ورد تعداد للأوراق المالية في سياق التعريف بالمصطلحات الواردة في القانون الاتحادي رقم ٤ لسنة ٢٠٠٠ بشأن هيئة وسوق الإمارات للأوراق المالية .[٣]

أما على صعيد القانون المقارن فقد نص المشرع الفرنسي على تعريف الأوراق المالية بأنها ، "صكوك تصدرها الأشخاص المعنوية العامة أو الخاصة ، وتنتقل ملكيتها عن طريق القيد في الحسابات أو بالتسليم ، وكل نوع منها يخول صاحبه حقوقاً متماثلة ، وهي تمثل حصة في رأس مال الشخص المعنوي المصدر

(1) د.عبده جميل غصوب ، مرجع سابق ، ص ٨٩ .

(2) د.أسامة أحمد شوقي المليجي ، التنفيذ الجبري على الأوراق المالية التي تصدرها شركة المساهمة ، دار النهضة العربية ، القاهرة ، مصر ، ٢٠٠٤ ، ص ١٢ ؛ محمد يوسف ياسين ، مرجع سابق ، ص ٤١ ؛ د.منير إبراهيم هندي ، الأوراق المالية وأسواق رأس المال ، مرجع سابق ، ص ٥ ؛ د.عبدالغفار حنفي ، البورصات (أسهم – سندات – صناديق الاستثمار) ، مرجع سابق ، ص ٣٠ .

(3) حيث نصت المادة الأولى من القانون المذكور " الأوراق المالية : الأسهم والسندات والأذونات المالية التي تصدرها الشركات المساهمة والسندات والأذونات التي تصدرها الحكومة الاتحادية أو الحكومات المحلية والهيئات العامة والمؤسسات العامة في الدولة وأية أدوات مالية أخرى محلية أو غير محلية تقبلها الهيئة " ، وبنفس الاتجاه سارت القوانين الأخرى ومنها القانون الكويتي (انظر في ذلك المادة (٢ / ١) من مرسوم تنظيم سوق الكويت للأوراق المالية لسنة ١٩٨٣ ، والمادة ٧ من اللائحة الداخلية لسوق الكويت للأوراق المالية رقم ٣٥ لسنة ١٩٨٣ ، حيث اكتفت تلكما المادتان بتعداد الأوراق المالية دون بيان للتعريف) .

أو حق دائنيــة عامة على ذمته الماليــة " . ويرى بعض الباحثين في هذا الــنص أنه بيان لخصائص الأوراق المالية أكثر من كونه تعريفاً لها [1] ، إلا أننا لا نوافــق هذا الرأي فيما ذهب إليه ، لأنه لا بد للتعريف من أن يبــين خــصائص الــشيء ، وبالتالي فلا غرابة في أن يأتي هذا النص مبيناً لخصائص الأوراق الماليــة ، وقــد ذهب أغلب التشريعات التي تصدت لتعريف الأوراق المالية هذا الاتجاه في تعــداد خصائصها .

وبالنسبة إلى القوانين العربية فقد تصدى القانون الأردني لتعريــف الأوراق المالية بقوله " يقصد بالأوراق المالية أي حقــوق ملكيــة أو أي دلالات أو بيانــات متعارف عليها على أنها أوراق مالية ، سواء كانــت محليــة أم أجنبيــة ، يوافــق المجلس على اعتبارها كذلك " .[2]

أما المشرع الأمريكي فقد اكتفى بتعــداد الأوراق والأدوات الماليــة بــشكل مفصل محتوياً جميع أنواعها سواءً منها التقليدية أو المستحدثة ، ومن وجهة نظرنــا فإن هذا التعداد وبهذه الصورة لا يُعدّ تعريفاً للأوراق المالية .[3]

ومن مجمل الآراء الفقهية والنصوص التشريعية التــي تــصدت لتعريــف الأوراق والأدوات المالية تبرز لنا بعض الحقائق وهي :

١. إن الأوراق المالية لا تصدر إلا عن شخص اعتبــاري كالــشركات المــساهمة وشركات التوصية بالأسهم والجهات الحكومية والهيئات المحليــة فــي الــدول الاتحادية .

---

(1) المــادة الأولــى مــن قــانون هيئــات الاســتثمار الجمــاعي فــي الأوراق الماليــة الفرنــسي الــصادر ســنة ١٩٨٨ ؛ Ripert(Georges) et Roblot (Rene) : Traite de Droit Commercial, ed 1994, op.cit.p.5. ، نقلاً عن : د.عاشور عبدالجواد عبدالحميد ، دور البنك في خدمة الأوراق الماليـة ، دار النهضة العربية ، القاهرة ، مصر ، ٢٠٠٣ ، ص ١٠ ، وقد تم نقل نص هذه المادة إلى المادة (١١- ٢) من التقنين النقدي والمالي رقم ١١٢٣ الصادر في ١٤ ديسمبر ٢٠٠٠ .

(2) المادة (٣/ أ) من قانون الأوراق المالية الأردني رقم ٧٦ لسنة ٢٠٠٢ .

(3) المــادة (٢/ أ / ١) من قانون الأوراق الماليــة الأمريكي لســنــة ١٩٣٣ ، والمــادة (٣/ أ / ١٠) من قانون بورصة الأوراق المالية الأمريكي لسنة ١٩٣٤ .

٢. إن جميع التعريفات التي تناولت الأوراق المالية – عدا تعريف المشرع الفرنسي – قد ركزت على خاصية التداول بين عدد غير محدود من الأشخاص وانتقال الحقوق عن طريق هذه الصورة من التداول ، مع أن هناك من الأوراق المالية ما تتداول بين عدد محدود من الأشخاص ويكون انتقالها بين شخص وآخر عن طريق القيد في الحسابات أو التسليم كما هو الشأن في الأسهم الصادرة عن شركات المساهمة المغلقة ، أو بعض الأنواع من الأوراق المالية الحكومية غير القابلة للتداول في البورصة كسندات الدين التي تصدر عن وزارة المالية في الولايات المتحدة الأمريكية وغيرها من الدول الأخرى حيث لا يجوز بيعها إلا إلى الجهة التي تم شراءها منها .

الفرع الثاني

أنواع الأوراق والأدوات المالية

تباينت القوانين المقارنة في اعتماد الأوراق المالية صكوكاً قابلة للتداول في البورصة بين التوسيع والتضييق ، ولكنها في أغلبها اتفقت على اعتبار الأسهم وسندات الدين والاذونات الصادرة عن الحكومة وعن شركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم ، بالإضافة إلى وثائق الاستثمار كأوراق مالية قابلة للإدراج والتداول في البورصة .

ووفقاً للقانون الاتحادي رقم ٤ لسنة ٢٠٠٠ بشأن هيئة وسوق الإمارات للأوراق المالية والسلع ، فإن الأوراق المالية القابلة للتداول في سوق الإمارات للأوراق المالية هي الأسهم وسندات الدين والأذونات المالية التي تصدرها الشركات المساهمة والسندات والأذونات التي تصدرها الحكومة الاتحادية أو الحكومات المحلية والهيئات العامة والمؤسسات العامة في الدولة وأية أدوات مالية أخرى محلية أو غير محلية تقبلها هيئة الأوراق المالية والسلع ، إلا أنه سكت عن

الإشـــارة إلى أنواع أخرى من الأوراق الماليـــة كوثـــائق الاستثمـــــار وصـــكوك التمويـــل .(١)

ولم يشأ المشرع الإماراتي - وهو منهج معظـــم المـــشرعين فـــي الـــدول الأخرى - تحديد الأوراق المالية القابلة للإدراج والتـــداول فـــي البورصـــة ، بـــل ترك البـــاب مفتوحاً لأية أوراق أو أدوات مالية أخرى تقبلها هيئة الأوراق الماليـــة والسلـــع .(٢)

إلا أن قانون الشركات الاتحادي رقم ٨ لسنة ١٩٨٤ قيّد التوسع الوارد في القانون الاتحادي رقم ٤ لسنة ٢٠٠٠ ، وذلك بتحديده للأوراق المالية التـــي يجـــوز لشركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم إصدارها في الأسهم وسندات الـــدين فقط ، واستثنى صراحة كلاً من الأسهم الممتازة وحـــصص التأســـيس (حـــصص الأرباح) من إصدارات هاتين الشركتين .(٣)

وسيتم تناول الأوراق المالية التي يحق للشركة إصدارها ، وتشمل الأســـهم وسندات الدين بالإضافة إلى الصكوك الأخرى التي منعت قـــوانين بعـــض الـــدول إصدارها ، كما في حصص التأسيس أو الأرباح ، بالإضافة إلى الصكوك الأخـــرى التي لم تتطرق إليها قوانين دول أخرى كوثائق الاستثمار ، كما سيتم التطرق إلـــى الأوراق المالية الحكومية ، بالإضافة إلى الأوراق المالية الأخرى غيـــر المـــذكورة والتي قد تقبلها الهيئات العامة للأوراق الماليـــة .

---

(1) المادة ١ من القانون الاتحادي رقم ٤ لسنة ٢٠٠٠ في شأن هيئة وسوق الإمارات للأوراق المالية والسلع ، والمادة ٤ من قرار مجلس الوزراء رقم ١٢ لسنة ٢٠٠٠ بشأن النظام الخاص بإدراج الأوراق المالية والسلع ، ويلاحظ أن القانون الأردني يُعدّ من القوانين الموسعة في تعداده للأوراق المالية حيث شمل عدداً غير قليل منها .

(2) انظر في ذلك المادة ١٧ من قانون رقم ٣ لسنة ٢٠٠٠ بشأن إنشاء سوق أبوظبي للأوراق المالية ، والمادة ٢ من مرسوم تنظيم سوق الكويت للأوراق المالية لسنة ١٩٨٣ ، والمادة (٣٨ / ٤) من اللائحة الداخلية لسوق البحرين للأوراق المالية رقم ١٣ لسنة ١٩٨٨.

(3) المادة ١٥٢ من قانون الشركات التجارية رقم ٨ لسنة ١٩٨٤ ، د.عبدالحكم محمد عثمان ، الشركات التجارية في دولة الإمارات العربية المتحدة ، أكاديمية شرطة دبي ، مطابع البيان التجارية ، دبي ، الإمارات العربية المتحدة ، ١٩٩٦ ، ص ٣٤٩ .

أولاً : الأوراق المالية التي تصدرها شركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم :[١]

تتباين القوانين المقارنة في اعتماد الأوراق المالية السابق بيانها ، والتي يحق لشركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم إصدارها ، ومن ثم طلب إدراجها تمهيداً لتداولها في البورصة ، فالقانون الإماراتي يحدد تلك الأوراق بالأسهم وسندات الدين فقط ، واستثنى منها باقي الأنواع الأخرى ، ومنها حصص التأسيس أو الأرباح [٢] ، بينما لم ترد الإشارة في القانون المذكور إلى باقي الأوراق المالية كوثائق الاستثمار وصكوك التمويل .

كما استثنى المشرع الفرنسي أيضاً حصص التأسيس من الأوراق المالية التي يحق للشركات إصدارها وذلك منذ القانون الصادر سنة ١٩٦٦.[٣]

أما المشرع المصري فقد أجاز في قانون الشركات رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١ إصدار حصص التأسيس أو الأرباح جنباً إلى جنب مع الأسهم وسندات الدين [٤] ، كما أضاف قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ إلى تلك الأنواع نوعاً آخر وهو وثائق أو صكوك الاستثمار الصادرة عن صناديق الاستثمار ، والتي تتخذ شكل شركة مساهمة وفقاً للقانون .[٥]

وقد استحدث المشرع المصري أيضاً في القانون رقم ١٤٦ لسنة ١٩٨٨ في شأن الشركات العاملة في مجال تلقي الأموال لاستثمارها نوعين من الصكوك ،

---

(1) نصت المادة ٢٦١ من قانون الشركات التجارية الاتحادي لدولة الإمارات العربية المتحدة رقم ٨ لسنة ١٩٨٤ على أن " تسري على الصكوك التي تصدرها شركة التوصية بالأسهم الأحكام المتعلقة بالصكوك التي تصدرها شركة المساهمة".

(2) المادة ١٥٢ من قانون الشركات التجارية الاتحادي لدولة الإمارات العربية المتحدة رقم ٨ لسنة ١٩٨٤ ؛ د.فايز نعيم رضوان ، الشركات التجارية ، أكاديمية شرطة دبي ، مطابع البيان ، دبي ، الإمارات العربية المتحدة ، ٢٠٠٦ ، ص٣٠١ .

(3) د.عبدالفضيل محمد أحمد ، مرجع سابق ، ص ٥٦ .

(4) المادة ١١٩ من اللائحة التنفيذية لقانون الشركات المصري رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١ الصادرة بالقرار رقم ٩٦ لسنة ١٩٨٢ ، والمواد ١ ، ٣٤ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ .

(5) انظر المواد (٣٥- ٤١) من القانون المذكور والتي نظمت إنشاء صناديق الاستثمار وإصدار الأوراق المالية في صورة وثائق استثمار بالإضافة إلى الأحكام الأخرى المنظمة لتلك الصناديق .

أولهما صكوك التمويل ذات العائد المتغير التي يجوز لشركات المساهمة غير العاملة في مجال تلقي الأموال إصدارها ، وثانيهما صكوك الاستثمار التي يقتصر الحق في إصدارها على شركات المساهمة التي تعمل في مجال تلقي الأموال لاستثمارها وتوظيفها دون غيرها من شركات المساهمة .[١]

وللإحاطة بكافة تفاصيل هذا الموضوع سوف يتم تناول كل من الأسهم وسندات الدين وحصص التأسيس ووثائق الاستثمار وصكوك التمويل أوراقاً مالية يحق لشركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم إصدارها ، ومن ثم طلب إدراجها في البورصة وتداولها فيها .

١. الأسهم (Stocks) :

لم تُعنَ أغلب القوانين التجارية بإعطاء تعريف للسهم ، ومن القوانين التي تصدت لتعريفه من خلال إيراد خصائصه القانون التجاري اللبناني بنصه على أن ، " الأسهم : هي أقسام متساوية من رأس مال الشركة غير قابلة للتجزئة تمثلها وثائق التداول ، تكون اسمية أو لأمر أو لحاملها " [٢] ، كما ذهب في نفس الاتجاه قانون الشركات المصري من خلال بيانه لأهم خصائص الأسهم [٣] ، بينما لم يتعرض المشرع الإماراتي لتعريف السهم .

وفي مقابل ذلك نشط الفقه في تعريف السهم ، فقيل عنه بأنه "الصك الذي تصدره شركة المساهمة بقيمة اسمية معينة ، ويمثّل حصة الشريك في رأس مال الشركة " [٤] ،

(1) د.سميحة القليوبي ، الشركات التجارية ، الجزء الثاني ، ط ٣ ، دار النهضة العربية ، القاهرة ، مصر ، ١٩٩٣ ، ص٢٤١ .

(2) المادة ١٠٤ من القانون التجاري اللبناني ؛ د.أبو زيد رضوان ، الشركات التجارية في القانون المصري المقارن ، دار الفكر العربي ، القاهرة ، مصر ، ١٩٨٩ ، ص ٥٢٦ ؛ د.أبو زيد رضوان شركات المساهمة وفقاً لأحكام القانون رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١ والقطاع العام ، دار الفكر العربي ، القاهرة ، مصر ، ١٩٨٣ ، ص ١٠٨ .

(3) المادة ٣١ منه ؛ د.أحمد محمد محرز ، القانون التجاري ، الجزء الأول ، ط ١ ، مطبعة حسان ، القاهرة ، مصر ، ١٩٨٦ ، ص٦٣٠ .

(4) M. Meyssan, Les *Droits Des Actionnaires et Des Autres* Porteurs De Titres Dans Les Societes Anonyms 1963, X. Martin, Encycl. Dalloz, Secietes, Vo Actions.
نقلاً عن : د.محمد فريد العريني ، القانون التجاري (شركات المساهمة والتوصية بالأسهم وذات المسئولية المحدودة) ، دار المطبوعات الجامعية ، الإسكندرية ، مصر ، ١٩٩٩ ، ص ٧٨ .

ووفقاً لرأي أحد فقهاء القانون التجاري بأنه يعيب هذا التعريف نظرته إلى السهم نظرة مادية ، متجاهلاً ما له من حقوق لصيقة ، كقابلية السهم للتداول وحق صاحبه في الحصول على جزء من أرباح الشركة وحقه في المشاركة بالإدارة وحقه في الاطلاع على مستندات الشركة وغير ذلك من الحقوق الأخرى .[١]

ويمثل السهم لدى أحد الفقهاء الذين تعرضوا لتعريفه بأنه الحصة التي يقدمها المساهم في رأس مال شركة المساهمة ، أو شركة التوصية بالأسهم ، كما تعني له أيضاً الصك الذي يثبت للمساهم هذه الحصة .[٢]

ومن خلال مجمل التعريفات التي قيلت في الأسهم ، يمكن القول ، بأن الأسهم هي صكوك تصدر عن شركات المساهمة أو شركات التوصية بالأسهم متساوية القيمة وقابلة للتداول ويتمثل فيها حق المساهم في الشركة التي أسهم في رأس مالها ، حيث يحصل المساهم على أسهم تعادل حصته في رأس المال وتخوله بصفته هذه ممارسة كافة حقوقه في الشركة ، لاسيما حقه في المشاركة في الإدارة ، وحقه في الحصول على نسبة من أرباح الشركة ، وحقه في الحصول على نصيبه في موجوداتها عند تصفيتها [٣] ، كما أن للمساهم الحق في الاطلاع على بيانات الشركة ومستنداتها وسجلاتها ، ولا تستطيع الشركة الامتناع عن تمكينه من الاطلاع إلا بالاحتجاج بسرية بعض المعلومات .

وفي مقابل المعنى الذي قيل عن السهم في التعريفات التي سيقت له ، فإن هناك معنى آخر له أيضاً في دلالته على الصك الذي يثبت ملكية المساهم لنصيبه في رأس مال الشركة التي أسهم فيها ، فتعطى له شهادة تثبت ما يملكه من أسهم

(1) د.محمد فريد العريني ، مرجع سابق ، ص ٧٨ .

(2) د.مصطفى كمال طه ، الشركات التجارية (الأحكام العامة في الشركات – شركات الأشخاص – شركات الأموال – أنواع خاصة من الشركات) دار الجامعة الجديدة للنشر ، ١٩٩٨ ، الإسكندرية ، مصر ، ص ١٩٣ ؛ د.عبدالحكم محمد عثمان ، الشركات التجارية في دولة الإمارات العربية المتحدة ، المرجع السابق ، ص ٣٥٢ .

(3) د.أبو زيد رضوان ، الشركات التجارية في القانون المصري المقارن ، مرجع سابق ، ص ٥٢٦ ؛ د.أبو زيد رضوان ، شركات المساهمة ، مرجع سابق ، ص ١٨١ ؛ د.مصطفى كمال طه ، مرجع سابق ، ص ١٩٣ ؛ د.عبدالحكم محمد عثمان ، الشركات التجارية في دولة الإمارات العربية المتحدة ، مرجع سابق ، ص ٣٥٢ ؛ د.أحمد محمد محرز ، مرجع سابق ، ص ٦٣١ .

في رأس مال الشركة .[1]

وعن طبيعة حق المساهم بالأسهم التي يملكها ، فهناك اتجاهان فقهيان : أحدهما تقليدي حيث كان ينظر في فرنسا إلى المساهمين على أنهم دائنون لبعضهم بعضاً بمقتضى اتفاق فيما بينهم ، وقد ظهر هذا الاتجاه الفقهي في أحد الأحكام القضائية الصادرة عن محكمة استئناف باريس بتاريخ ١٨٩٥/١/١١ ، وقد تم انتقاد هذا الاتجاه على أساس أنه لا يمكن تصور وجود علاقات عقدية بين أشخاص لا يعرف أحدهم الآخر .[2]

بينما ذهب اتجاه فقهي آخر إلى الاعتقاد بأن حق المساهم هو حق شخصي ذو طبيعة منقولة بغض النظر عن نوع الحصة التي يساهم بها في رأسمال الشركة ، ويتمثل هذا الحق في حق دائنية للمساهم على الشركة المصدرة بالشكل الذي تخوله كافة الحقوق التي له على الشركة ، بما فيها حقه في الحصول على الأرباح مقابل الأسهم التي يملكها في الشركة وحصته مقابل ذلك من موجوداتها عند التصفية وحقه في حضور اجتماعات الجمعية العمومية والتصويت على القرارات التي تصدر عنها ، ويستمر هذا الحق طيلة حياة الشركة .[3]

وهذا الاتجاه الأخير هو الاتجاه الذي نرجحه كونه الأقرب إلى الواقع مما ذهب إليه الاتجاه التقليدي ، فلا يتصور أن يكون هناك اتفاق بين دائن ومدين لا يعرف أحدهما الآخر ، بينما يتصور تلك العلاقة بين المساهم والشركة المصدرة للأوراق المالية .

ومن خلال الفقرات التالية سوف يتم تناول خصائص الأسهم وأنواعها والحقوق التي تخولها لأصحابها .

---

(1) د.طعمة الشمري ، قانون الشركات التجارية الكويتي ، ط ١ ، مؤسسة دار الكتب ، الكويت ، ١٩٨٥ ، ص ٣٠٦ ؛ د. يعقوب يوسف صرخوه ، مرجع سابق ، ص ٨٥ ؛ د.عبدالحكم محمد عثمان ، الشركات التجارية في دولة الإمارات العربية المتحدة ، مرجع سابق ، ص ٣٥٢ .

(2) د. يعقوب يوسف صرخوه ، مرجع سابق ، ص ٨٩ .

(3) المرجع السابق ، ص ٨٩- ٩٠ .

أ. خصائص الأسهم :

تتميز الأسهم بجملة من الخصائص التي تميزها عن غيرها من الأوراق المالية الأخرى ، وسيتم التطرق إلى تلك الخصائص من خلال الفقرات التالية :

- **تساوي القيمة الاسمية للأسهم وفيما ترتبه من حقوق والتزامات :[1]**

يجب أن تصدر الأسهم بقيمة اسمية واحدة بغض النظر عن الإصدارات ، وبالرغم من اختلاف هذه الأسهم فيما ترتبه من حقوق والتزامات ، وبمجموع حصيلة القيمة الاسمية لأسهم الشركة ، يتكون رأس مال الشركة المصدر ، كما أن تساوي القيمة الاسمية للأسهم يقتضي تساوي الحقوق والالتزامات التي ترتبها تلك الأسهم ضمن الفئة الواحدة .[٢]

والحكمة من وجوب هذا التساوي في القيمة الاسمية للأسهم هو لغرض التسهيل في تقدير الأغلبية في الجمعية العمومية للشركة ، ولتسهيل عملية توزيع الأرباح على مجموع المساهمين في الشركة ، ولتنظيم أسعار الأسهم في بورصة الأوراق المالية .[٣]

---

(1) يقصد بالقيمة الاسمية للسهم : القيمة المبينة في شهادة السهم والتي يمثل مجموعها رأس مال الشركة ، كما أن للسهم قيمة تجارية أو سوقية ، وتتمثل في قيمته في بورصة الأوراق المالية ، وهي عرضة للتقلبات بين الارتفاع والانخفاض تبعاً لمركز الشركة المالي ، بالإضافة إلى الاعتبارات الاقتصادية والسياسية والاجتماعية ، وللسهم قيمة حقيقية أو دفترية وهي القيمة التي تعادل ما يمثله السهم من صافي أرباح الشركة عند تصفيتها بعد خصم ديونها . راجع في تفصيل ذلك : د.محمد صالح جابر ، مرجع سابق ، ص ٣٦ ؛ د.عبدالحكم محمد عثمان ، الشركات التجارية في دولة الإمارات العربية المتحدة ، مرجع سابق ص ٣٥٣- ٣٥٤ ؛ د.مصطفى كمال طه ، مرجع سابق ، ص ١٩٤؛ د.عزيز العكيلي ، شرح القانون التجاري ، الجزء الرابع ، الشركات التجارية ، ط ١ ، دار الثقافة للنشر والتوزيع ، عمان ، الأردن ، ٢٠٠٢ ، ص ٢٣١- ٢٣٢ ؛ د.فايز نعيم رضوان ، مرجع سابق ، ص٢٦٣.

(2) د.محمود مختار أحمد بريري ، قانون المعاملات التجارية ، الجزء الأول ، دار الفكر العربي ، القاهرة ، مصر ، ١٩٨٧ ، ص٤٥٣ ؛ د.عبدالحكم محمد عثمان ، الشركات التجارية في دولة الإمارات العربية المتحدة ، مرجع سابق ، ص ٣٥٣ ؛ انظر المادة ١٥٣ من قانون الشركات الاتحادي لدولة الإمارات العربية المتحدة رقم ٨ لسنة ١٩٨٤ ، والمادة ٣١ من قانون الشركات المصري رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١ والمادة ١٢٨ من اللائحة التنفيذية للقانون المذكور ، والمادة ٩٥ من قانون الشركات الأردني رقم ٢٢ لسنة ١٩٩٧ .

(3) المادة (٣٥ / ٢) من قانون الشركات المصري رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١ ؛ انظر د.سميحة القليوبي ، مرجع سابق ، ص٢٤٢ .

- **قابلية الأسهم للتداول بالطرق التجارية :**

تعد هذه الخاصية الفيصل بين شركات الأموال بما فيها شركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم من جهة ، وشركات الأشخاص من جهة ثانية ، حيث يتم تداول الأسهم في شركات المساهمة بسهولة دون خضوعها لإجراءات حوالة الدين المنصوص عليها في القوانين المدنية .[١]

ويجوز تبعاً لذلك التنازل عن السهم عن طريق القيد في سجلات الشركة المصدرة إذا كان اسمياً أو بالتسليم إذا كان لحامله ، دون إتباع طرق الحوالة المدنية وما يتبع ذلك من ضرورة قبول الشركة المصدرة لتلك الحوالة أو إعلامها بها [٢] ، ويعتبر حق المساهم في هذا التنازل من الحقوق التي لا يجوز حرمانه منها كونه من النظام العام [٣] ، ومناط ثبوت ملكية الأسهم الاسمية أو التنازل عنها مرتبط بالقيد في سجلات الشركة المصدرة لهذا النوع من الأسهم ، وبهذا الاتجاه قضت محكمة النقض المصرية في أحد أحكامها .[٤]

ومن وجهة نظر بعض الباحثين ، تبدو أهمية هذه الخاصية في الحكمة من وجوب الإفصاح والشفافية المتمثلة في ضمان سلامة وشفافية تنفيذ عمليات التداول بين المتعاملين ، ذلك حسب وجهة نظرهم أن هذا الواجب – أي الإفصاح والشفافية – ما كان ليقرر لولا قابلية الأسهم للتداول [٥] ، ومن جهتنا نؤيد

(1) د.فايز نعيم رضوان ، الشركات التجارية ، مرجع سابق ، ص ٣٠٤- ٣٠٥ ؛ انظر المادة ١٥٤ من قانون الشركات التجارية الاتحادي لدولة الإمارات العربية المتحدة رقم ٨ لسنة ١٩٨٤، والمادة (٢ / ١) من قانون الشركات المصري رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١.

(2) د. يعقوب يوسف صرخوه ، مرجع سابق ، ص ٩٧ ؛ د.مصطفى كمال طه ، مرجع سابق ، ص ١٩٦ .

(3) د.أبو زيد رضوان ، الشركات التجارية في القانون المصري المقارن ، مرجع سابق ، ص٥٣٢ ؛ د.أبو زيد رضوان ، شركات المساهمة ، مرجع سابق ، ص ١١٤ .

(4) محكمة النقض المصرية ، المكتب الفني ، مجموعة أحكام النقض ، جلسة ٢١ يونيو ١٩٧٦ ، السنة ٢٧ ، القاعدة ٢٦٢ ، الطعن رقم ٦٣٤ لسنة ٤٢ القضائية ، القاهرة ، مصر ، ص ١٣٨٠- ١٣٨٣ ؛ حيث ربط الحكم المذكور ثبوت ملكية الأسهم المتصرف فيها بقيد التصرف في دفاتر الشركة المصدرة ، وقد قصد بذلك حماية الشركة والغير من تعدد التصرفات الصادرة من مالك الأسهم الاسمية لأكثر من متصرف إليه فجعل مناط ذلك بالقيد في دفاتر الشركة منعاً للتزاحم من قبل المتصرف إليهم .

(5) د.بلال عبدالمطلب بدوي ، الالتزام بالإفصاح عن المعلومات في سوق الأوراق المالية ، دار النهضة العربية ، القاهرة ، مصر ، ٢٠٠٦ ، ص ٢١ .

وجهة النظر تلك لما لهذه الخاصية من تأثير في أسعار تداول الأسهم ، والتي تعتمد على ما يتاح للمستثمرين من معلومات من خلال إفصاح الجهات المصدرة للمعلومات والبيانات التي بحوزتها وفقاً لمتطلبات التشريعات المنظمة لبورصات الأوراق المالية .

- **عدم قابلية السهم للتجزئة :**

تعني هذه الخاصية عدم جواز أن يتعدد مالكو السهم الواحد تجاه الشركة عندما تؤول ملكيته إلى أكثر من مساهم نتيجة ارث أو هبة أو وصية ، ومع ذلك ففي هذه الحالة يجب على المالكين الجدد أن يختاروا شخصاً واحداً من بينهم ليمثلهم أمام الشركة المصدرة ، ويتولى مباشرة حقوقهم المتعلقة بهذا السهم تجاهها ، كما يكون الأشخاص الذين آلت إليهم ملكية السهم متضامنين في المسؤولية عن الالتزامات الناشئة عن تلك الملكية .[١]

- **المسؤولية المحدودة :**

تتحدد مسؤولية المساهم عن ديون الشركة بمقدار القيمة الاسمية التي تم الاكتتاب بها من أسهمها [٢] ، وهو لا يسأل إلا في حدود الأسهم التي يملكها في الشركة ، ومسؤوليته المحدودة هنا متعلقة بالنظام العام لا يجوز لأية جهة تشديدها بأي حال من الأحوال .[٣]

- **عدم التقادم :**

ما دامت الشركة المصدرة قائمة فإن أسهمها لا تتقادم بمرور الزمن بغض

---

(1) د.أبو زيد رضوان ، الشركات التجارية في القانون المصري المقارن ، مرجع سابق ، ص ٥٣١ ، د.أبو زيد رضوان ، الشركات المساهمة ، مرجع سابق ، ص ١١٣ ؛ د.عبدالحكم محمد عثمان ، الشركات التجارية في دولة الإمارات العربية المتحدة ، مرجع سابق ، ص ٣٥٧ ؛ المادة ١٥٥ من قانون الشركات التجارية الاتحادي رقم ٨ لسنة ١٩٨٤ ، والمادة ٣١ من قانون الشركات المصري رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١ والمادة ١٢٨ من اللائحة التنفيذية للقانون المذكور .

(2) د.عزيز العكيلي ، شرح القانون التجاري ، الجزء الرابع ، الشركات التجارية ، مرجع سابق ، ص ٢٣٢ .

(3) المادة (٢ / ٢) من قانون الشركات المصري رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١ ؛ د.مصطفى كمال طه ، مرجع سابق ، ص١٩٥ .

النظر عن تداولها من عدمه [1] ، وهذا يعني أن صاحب السهم يملك كافة الحقوق التي يخولها له السهم حتى لو لم يستعمل تلك الحقوق .

ب. أنواع الأسهم :

تتعدد أنواع الأسهم تبعاً لتقسيماتها ، فمن حيث شكلها تنقسم إلى أسهم اسمية وأسهم لحاملها ، ومن حيث طبيعة الحصص التي تمثلها إلى أسهم نقدية وأسهم عينية ، ومن حيث الحقوق المرتبطة بها إلى أسهم عادية وأسهم ممتازة ، ومن حيث الاستهلاك إلى أسهم رأس المال وأسهم التمتع ، ولذلك سيتم تناول هذه التقسيمات من الأسهم وبيان خصائص كل نوع منها :

- **تقسيم الأسهم من حيث شكلها إلى أسهم اسمية وأسهم لحاملها :**

يقصد بالسهم الاسمي : السهم الذي يدون اسم مالكه في سجل الأسهم لدى الشركة ، ويتغير اسم المساهم في هذا السجل بانتقال ملكية السهم من شخص لآخر بالتداول [2] ، بينما يقصد بالسهم لحامله ، السهم الخالي من اسم مالكه ويكون مملوكاً لحامله ، وتنتقل ملكيته بانتقال حيازته من شخص لآخر [3] ، حيث يتبع بشأنه قاعدة "الحيازة في المنقول سند الملكية " .

- **تقسيم الأسهم من حيث طبيعة الحصص التي تمثلها إلى أسهم نقدية وأسهم عينية :**

عادةً يكون السهم مقابل حصص نقدية في رأس مال الشركة يلتزم المساهم بتقديمها عند الاكتتاب ابتداءً أو عند زيادة رأس المال ، وقد تكون الأسهم مقابل

---

(1) د.يعقوب يوسف صرخوه ، مرجع سابق ، ص ١٠٣ .

(2) د.أكرم ياملكي ، اختلاف حقوق المساهم باختلاف أنواع الأسهم (بحث مقارن) ، مجلة الحقوق ، مركز البحث العلمي ، جامعة الكويت ، العدد الأول ، دولة الكويت ، السنة ٣٠ ، مارس ٢٠٠٦ ، ص ٢٢٦ .

(3) د.أكرم ياملكي ، القانون التجاري (الشركات) ، ط ١ ، الإصدار الأول ، دار الثقافة للنشر والتوزيع ، عمان ، الأردن ، ٢٠٠٦ ، ص ٢١٧ .

حصص عينية يلتزم المساهم بتقديمها مقابل الأسهم التي يحصل عليها سواء كانت تلك الحصص عقاراً أم منقولاً .[1]

وكأصل عام تختلف الأسهم مقابل الحصص النقدية عن الأخرى المقدمة مقابل حصص عينية في أنه يجوز الاكتفاء بتسديد نسبة معينة من قيمة الحصص النقدية للسهم عند الاكتتاب ، بشرط أن تسدد باقي القيمة خلال مدة معينة من تاريخ تأسيس الشركة ، إلا إذا نص القانون بشكل صريح بأن تسدد قيمة تلك الأسهم دفعةً واحدة ، بينما يختلف الوضع في الأسهم مقابل الحصص العينية في أنه يجب بشكل مطلق الوفاء بها كاملةً عند تأسيس الشركة .[2]

- **تقسيم الأسهم من حيث الحقوق المرتبطة بها إلى أسهم عادية وأسهم ممتازة :**

الأصل أن تصدر الأسهم بصورة أسهم عادية ترتب حقوقاً متساوية بين كافة المساهمين [3] ، كما يرتبط بالسهم كأصل عام على وجه الخصوص حق المساهم في الحصول على نصيبه في الأرباح وموجودات الشركة عند تصفيتها ، وحقه في الاطلاع على مستندات الشركة وفي حضور جلسات الجمعية العمومية

(1) د.محمد فريد العريني ، مرجع سابق ، ص ٨٤ ؛ د.محمود مختار أحمد بريري ، قانون المعاملات التجارية ، ج ١ ، دار الفكر العربي ، ١٩٨٧ ، القاهرة ، مصر ، ص ٤٥٨ ؛ د.عزيز العكيلي ، شرح القانون التجاري في الشركات التجارية ، مرجع سابق ، ص ٢٣٣ .

(2) د.محمد فريد العريني ، مرجع سابق ، ص ٨٤ ؛ د.سميحة القليوبي ، مرجع سابق ، ص ٢٤٨ ؛ وقد نصت على هذه الشروط قوانين الشركات في الدول كافة بالاختلاف فيما بينها في مدد الوفاء بباقي قيمة الحصص في الأسهم النقدية ، حيث اشترطت المادة ٨١ من قانون الشركات الاتحادي لدولة الإمارات العربية المتحدة رقم ٨ لسنة ١٩٨٤ أن يتم الوفاء بباقي القيمة النقدية في خلال خمس سنوات على أن يوفي المكتتب بربع القيمة الاسمية للسهم عند الاكتتاب ما لم ينص عقد الشركة على خلاف ذلك ، بينما اشترطت المادة (٣٢ / ٢) من قانون الشركات المصري رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١ أن يتم الوفاء بنسبة ١٠% على الأقل من القيمة الاسمية للأسهم النقدية وتزاد إلى ٢٥% خلال مدة لا تجاوز ثلاثة أشهر من تاريخ التأسيس على أن يسدد الباقي خلال مدة لا تزيد على خمس سنوات من تاريخ تأسيس الشركة ، بينما لم يجز المشرع الأردني تقسيط قيمة الأسهم النقدية وأوجب تسديد قيمتها دفعة واحدة وهذا ما نصت عليه المادة ٩٧ من قانون الشركات الأردني رقم ٢٢ لسنة ١٩٩٧ ، وقد نصت المادة ١٥٩ من قانون الشركات الاتحادي على وجوب تقدير قيمتها قبل منحها ، بالإضافة إلى عدم جواز تداولها قبل مضي سنتين من تاريخ إعلان تأسيس الشركة وفقاً للمادة ١٧٣ من قانون الشركات الاتحادي لدولة الإمارات العربية المتحدة والمادة (٤٥/ ١) من قانون الشركات المصري رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١ وغيرها من القوانين المقارنة الأخرى .

(3) المادة ١٥٣ من قانون الشركات التجارية الاتحادي لدولة الإمارات العربية المتحدة رقم ٨ لسنة ١٩٨٤ .

والتصويت على قراراتها وفق القيود والشروط الواردة في القانون وفي نظام الشركة .[1]

وبالرغم من ذلك فإن من الممكن أن تصدر أسهم تمنح حقوقاً أعلى مما ترتبه الأسهم العادية كحصول المساهم على نسبة أعلى من الأرباح مما يحصل عليه مالك السهم العادي ، أو أن تكون لمالك السهم الممتاز الأولوية عند تقسيم موجودات الشركة عند تصفيتها ، أو أن تمنح ميزة معينة لبعض الأسهم من حيث التصويت في الجمعية العمومية للشركة ، وتدعى تلك الأسهم بالأسهم الممتازة .[2]

وحتى يجوز للشركة إصدار مثل تلك الأسهم يجب أن يجيز المشرع هذا الإصدار ، ومن جهته فقد حظر المشرع الإماراتي على الشركات إصدار هذا النوع من الأسهم [3] ، بينما أجاز المشرع المصري لشركات المساهمة النص في نظامها الأساسي على تقرير بعض الامتيازات لبعض أنواع من الأسهم في التصويت أو الأرباح أو ناتج التصفية ، بشرط أن تتساوى الأسهم من نفس النوع في تلك الحقوق والمميزات أو القيود .[4]

---

(1) انظر المادة ١٦٩ من قانون الشركات الاتحادي لدولة الإمارات العربية المتحدة رقم ٨ لسنة ١٩٨٤ وباقي قوانين الشركات التجارية في الدول الأخرى بمن فيها القانون المصري في المادة ١٣١ من اللائحة التنفيذية لقانون الشركات ؛ د.فايز نعيم رضوان ، الشركات التجارية ، مرجع سابق ، ص ٢٦٨ .

(2) المرجع السابق ، ص ٣٠٩ ؛ انظر في ذلك أيضاً د.عبيد علي أحمد الحجازي ، مصادر التمويل ، ط ٢ ، أكاديمية شرطة دبي ، دبي ، الإمارات العربية المتحدة ، ٢٠٠٦ ، ص ٣٦ (هامش رقم ١) ، حيث صنف البعض الأسهم الممتازة إلى صنفين هما : سهم الامتياز التراكمي والذي يفرض على الشركة المصدرة سداد جميع أرباح السهم الممتاز التي تخلفت عن دفعها في السابق متقدماً على الأسهم الأخرى ، بالإضافة إلى سهم الامتياز المشارك والذي يمنح صاحبه حقاً في الأرباح المدفوعة للأسهم العادية فضلاً عن حصته فيما يتقرر له مقابل الأسهم الممتازة ، كما يضيف باحثون آخرون إلى هذين الصنفين من الأسهم الممتازة صنف ثالث يدعى بالسهم الممتاز القابل للتحويل إلى سهم عادي . ونحن من جهتنا لا نعتقد بأهمية هذا التصنيف للأسهم الممتازة ذلك أن الأرباح المتراكمة للأسهم الممتازة تستحق لأصحابها بتعاقب السنوات ، بالإضافة إلى أنه من الطبيعي أن تترتب لأصحاب الأسهم الممتازة من الحقوق ما هو لصيق بالأسهم العادية ، كما أن من الطبيعي أن تكون الأسهم الممتازة قابلة للتحويل إلى أسهم عادية عندما تقرر الجمعية العمومية للمساهمين إنهاء صفة الامتياز على هذا النوع من الأسهم لكي يتحول إلى أسهم عادية.

(3) المادة ١٥٢ من قانون الشركات الاتحادي لدولة الإمارات العربية المتحدة رقم ٨ لسنة ١٩٨٤ .

(4) المادة (٣٥ / ٢) من القانون رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١م ، والمادة ١٣٢ من اللائحة التنفيذية للقانون المذكور ، والمادة ٩ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري ؛ د. محمد فريد العريني ، مرجع سابق ، ص ٨٦ ؛ د.عبدالحكم محمد عثمان ، الشركات التجارية في دولة الإمارات العربية المتحدة ، مرجع سابق ، ص ٣٥٧-٣٥٨ ؛ د. فايز نعيم رضوان ، الشركات التجارية ، مرجع سابق ، ص ٣١٠ .

وعن مدى الالتقاء بين كل من الأسهم الممتازة وسندات الدين ، من الباحثين من يرى أن الأسهم الممتازة تُعد من قبيل سندات الدين كونها تتمتع بميزة الأولوية في الاستحقاق على الأسهم العادية ، سواء عند توزيع الأرباح أم عند تصفية الشركة بالرغم من أنها تأتي في الأسبقية بعد سندات الدين ، بينما يذهب باحثون آخرون إلى أنها تُعد من حقوق الملكية .[١]

ومن وجهة نظرنا أنه بالرغم من تميّز الأسهم الممتازة عن الأسهم العادية ببعض خصائص سندات الدين كونها قد تمنح صاحبها حق التقدم على أصحاب الأسهم العادية في استحقاق توزيع الأرباح أو عند التصفية ، إلا أن ذلك لا يخرجها عن كونها أسهماً لها خصائصها التي تميزها عن باقي الأنواع الأخرى من الأوراق المالية وخاصةً سندات الدين .

- **تقسيم الأسهم من حيث الاستهلاك إلى أسهم رأس المال وأسهم التمتع:**

تنقسم الأسهم من حيث الاستهلاك إلى أسهم رأس المال وأسهم التمتع ، ويقصد بأسهم رأس المال الأسهم في صورتها العادية التي يتكون من مجموعها رأس مال الشركة والتي لا يجيز القانون في الأصل استرداد أصحابها لقيمة ما دفعوه للشركة كحصص في رأس المال ولم يرد عليها الاستهلاك .[٢]

لذلك فإن الأصل عدم جواز استرداد المساهمين لقيمة أسهمهم طالما الشركة باقية [٣] ، ولكن في بعض الحالات الاضطرارية يجيز المشرع للشركة أن ترد للمساهمين قيمة تلك الأسهم أثناء حياتها ، وتمنحهم مقابل استردادها لأسهم

---

(1) د.عبيد علي أحمد الحجازي ، مرجع سابق ، ص ٣٥- ٣٧ .

(2) د.عبدالحكم محمد عثمان ، الشركات التجارية في دولة الإمارات العربية المتحدة ، مرجع سابق ، ص ٣٥٩ ؛ د.عزيز العكيلي ، شرح القانون التجاري ، الجزء الرابع ، الشركات التجارية ، مرجع سابق ، ص٢٣٧ ؛ د.فايز نعيم رضوان ، الشركات التجارية ، المرجع السابق ، ص ٣١١ ؛ المادة ١٥٧ من قانون الشركات التجارية الاتحادي لدولة الإمارات العربية المتحدة رقم ٨ لسنة ١٩٨٤ ، وقد ربطت المادة المذكورة الاستهلاك بترخيص من الجمعية العامة للشركة ، وبعدم حصول الاستهلاك من الاحتياطي الاختياري ، وأن تؤدى قيمة الأسهم المستهلكة كاملة ؛ انظر في ذلك أيضاً المادة ١١٤ من قانون الشركات التجارية الكويتي رقم ١٥ لسنة ١٩٦٠ .

(3) د.محمد فريد العريني ، مرجع سابق ، ص ٨٧ ؛ المادة ١٥٧ من قانون الشركات الاتحادي رقم ٨ لسنة ١٩٨٤ .

رأس المال أسهماً من نوع آخر تدعى بأسهم التمتع ، حيث يمارس أصحاب أســـهم التمتع الحقوق التي تعطى لأصحاب أسهم رأس المال ، عدا الحق فـــي موجـــودات الشركة عند تصفيتهـــا إلا بعد الوفاء بأسهـــم رأس المـــال .[١]

ويطلق على العملية التي يتسلم فيها المساهم كامل القيمة الاسمية لأســـهمه العادية أثناء حياة الشركة قبل انقضائها ويعوض بأسهم بديلة (استهلاك الأسهم) .[٢]

ويوجد إلى جانب تلك الأنواع من الأسهم أنواع أخرى ، وهي ما تعـــرف بالأسهم الصناعية وأسهم العمل ، فقد لا يكون للأسهم مقابل نقدي أو عيني ، وإنمـــا مقابل تقديم خدمات للشركة المصدرة ، وهذا النوع من الأســـهم هـــو مـــا يعـــرف بالأسهم الصناعية ، كما قد تمنح الأسهم للعاملين في الشركة وتسمى حينئذ "أســـهم العمل" ، وهناك جدل واسع في إقرار الأسهم الصناعية في تشريعات الـــدول بـــين مجيز لها ومانع .[٣]

ج. الحقوق التي تخولها الأسهم :

يخول السهم صاحبه نوعين من الحقوق هما حقوق مالية وحقوق ســـلطوية أو إدارية ، وتتمثل الحقوق المالية بما يلي :[٤]

- حق المساهم في الحصول على الأرباح .
- حق المساهم في الاكتتاب في زيادة رأس المال .

---

(1) د.عزيز العكيلي ، شرح القانون التجاري ، الجزء الرابع ، الشركات التجارية ، مرجع سابق ، ص ٢٣٧ ؛ د.فايز نعيم رضوان ، الشركات التجارية ، مرجع سابق ، ص٣١١ ؛ انظر المادة ١٧١ من قانون الشركات الاتحادي لدولة الإمارات العربية المتحدة رقم ٨ لسنة ١٩٨٤ ، والمادة ١١٥ من اللائحة التنفيذية لقانون الشركات المصري ، والمادة ١١٥ من قانون الشركات التجارية الكويتي رقم ١٥ لسنة ١٩٦٠ .

(2) د.عبدالحكم محمد عثمان ، الشركات التجارية في دولة الإمارات العربية المتحدة ، مرجع سابق ، ص ٣٥٩ ؛ صالح راشد الحمراني ، مرجع سابق ، ص ٢٦٠ .

(3) د.أكرم ياملكي ، اختلاف حقوق المساهم باختلاف أنواع الأسهم ، مرجع سابق ، ص٢٣٧ ؛ وتختلف الأسهم الصناعية عن حصص التأسيس ، والتي تدعى أيضا في بعض الدول بـ (أسهم المؤسسين Founders Shares) ، إلا أن بعض التشريعات كما في القانون الانجليزي تجيز إصدار حصص تأسيس تحت مسمى (أسهم المؤسسين) ، وتعدها من بين أنواع الأسهم بينما تمنع تشريعات دول أخرى كما في القانون اللبناني والقانون المغربي .

(4) د.صالح أحمد البربري ، الممارسات غير المشروعة في بورصة الأوراق المالية ، ط ١ ، مركز المساندة القانونية ، القاهرة ، مصر ، ٢٠٠١ ، ص ٥٩ ؛ انظر المادة ١٦٩ من قانون الشركات الاتحادي رقم ٨ لسنة ١٩٨٤ .

- حق المساهم في التصرف بأسهمه .
- حق المساهم في استعادة نصيبه في رأس المال عند التصفية مع العائد الناتج عنها .

أما الحقوق السلطوية أو الإدارية التي يخولها السهم لصاحبه فتتمثل فيما يلي :[١]

- الحق في حضور الجمعية العمومية ، والمشاركة في مناقشة موضوعاتها المدرجة ضمن جدول أعمالها .
- مساءلة أعضاء مجلس الإدارة ومراجعي الحسابات .
- حق الاطلاع على كافة مستندات وبيانات الشركة ، بما فيها المستندات المتاحة قبل الاجتماع السنوي للجمعية العمومية .

وكان لأهمية هذه الحقوق في نظر المتعاملين في الأوراق المالية دور كبير في دفع المشرعين إلى التشدد في تطبيق مبدأ الإفصاح والشفافية في المعلومات ، لأن من شأن تداول تلك الأوراق أن تنتقل الحقوق اللصيقة بها من متعامل إلى آخر .[٢]

٢. سندات الدين (Bonds) :

قد تحتاج الشركة خلال حياتها إلى سيولة نقدية كبيرة ترفد بها مشاريعها الحاضرة والمستقبلة ، وللحصول على هذه السيولة النقدية تقوم الشركة عادة بإحدى طريقتين : أولاهما عن طريق الاقتراض ، وثانيهما عن طريق زيادة رأس المال ، وغالباً ما تلجأ الشركة إلى الاقتراض لأنها تعد من وجهة نظر المساهمين الطريق الأمثل للحصول على النقد بدلاً من زيادة رأس المال ودخول مساهمين

---

(1) د.بلال عبدالمطلب بدوي ، مرجع سابق ، ص ١٩ .

(2) المرجع السابق ، ص ١٩ .

جدد ومزاحمتهم للمساهمين القدامى في أرباح الشركة ، ويأتي الاقتراض من خلال إصدار سندات تطرح للاكتتاب العام ، فيقسم القرض إلى أجزاء متساوية يأخذ كل سند جزءاً منها ، وهذا السند يكون قابلاً للتداول بالطرق التجارية .(١)

وتصدر سندات الدين في شكل شهادات اسمية أو لحاملها يوقع عليها عدد معين من أعضاء مجلس إدارة الشركة المصدرة لها ، حسبما يقرره القانون المنظم لها ، وتصدر بأرقام مسلسلة ، كما تسري على تلك السندات الأنظمة والأحكام المقررة على الأسهم .(٢)

وقد عرّف أحد الباحثين سندات الدين بقوله " السندات تمثل حقوق دائنية ، وهي قروض منظمة تقوم بتدبيرها المؤسسات والهيئات والشركات الكبيرة سواء أكانت حكومية أم خاصة ، لتمويل عملياتها ، وهي وعود بدفع قيَمها والفوائد المترتبة عليها في تواريخ محددة " .(٣)

كما عرّف باحثٌ آخر سند الدين بأنه " صك قابل للتداول يمثل قرضاً يعقد عادةً بواسطة الاكتتاب العام ، وتصدره الشركات ، أو الحكومة وفروعها ، ويعتبر حامل سند الشركة دائناً للشركة ، ويعطى حملة السندات فائدة ثابتة سنوياً ، ولهم استيفاء قيمتها عند حلول أجل معيّن " .(٤)

ومن مجمل التعريفات التي قيلت في سندات الدين نخلص إلى التعريف التالي لها بأنها " أوراق مالية قابلة للتداول بالطرق التجارية تعطي لحاملها الحق فيما قدمه للشركة من مال على سبيل القرض في الحصول على الفوائد المستحقة

(1) د.عزيز العكيلي ، شرح القانون التجاري ، الجزء الرابع ، الشركات التجارية ، مرجع سابق ، ص ٣١٩- ٣٢٠ .

(2) د.محمد فريد العريني ، مرجع سابق ص ١٠٨ ؛ راجع نص المادة ١٧٧ من القانون الاتحادي لدولة الإمارات العربية المتحدة رقم ٨ لسنة ١٩٨٤ بشأن الشركات التجارية ، والمادة ٤٩ من قانون الشركات المصري رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١ ، والمادة ١١٦ من قانون الشركات الأردني رقم ٢٢ لسنة ١٩٩٧ .

(3) د.محمد صالح جابر ، مرجع سابق ، ص ٤٠ .

(4) محمد عبدالغفار الشريف ، أحكام السوق المالية ، بحث ضمن مجلة مجمع الفقه الإسلامي بجدة ، العدد (٦ ، ١٢٨٣/٢- ١٢٨٤) ، نقلاً عن: د.عبدالله بن محمد العمراني ، السندات من منظور شرعي ، بحث مقدم ضمن أعمال المؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر لجامعة الإمارات العربية المتحدة بالتعاون مع غرفة تجارة وصناعة دبي ، المجلد ٣ ، دبي ، الإمارات العربية المتحدة ، الفترة من ٦- ٨ مارس ٢٠٠٧ ، ص ١٠٧١ .

واقتضاء هذا الدين في موعده المحدد " .[١]

أما عن التعريف التشريعي لسندات الدين فقد أورد بعض المشرعين تعريفاً لها ، ومنهم المشرع الإماراتي والمشرع الأردني ، فقد ورد التعريف في قرار مجلس إدارة هيئة الأوراق المالية والسلع في دولة الإمارات العربية المتحدة رقم (٩٤ / ر) لسنة ٢٠٠٥ في شأن النظام الخاص بإدراج سندات الدين بأنها " السندات التي تُثبت أو تُنشئ مديونية في ذمة الجهة المصدرة سواء كانت هذه السندات مضمونة أو غير مضمونة " .[٢]

كما ورد التعريف في قانون الشركات الأردني رقم ٢٢ لسنة ١٩٩٧ بأنها " أوراق مالية ذات قيمة اسمية قابلة للتداول تصدرها الشركة المساهمة العامة وتطرحها وفقاً لأحكام هذا القانون وأي قانون آخر مختص للحصول على قرض تتعهد الشركة بموجبها بسداد القرض وفوائده وفقاً لشروط الإصدار".[٣]

ولا يجوز إصدار سندات دين سواء أكانت اسمية أم لحاملها إلا بعد موافقة الجمعية العمومية للشركة ووفقاً للقواعد والإجراءات القانونية [٤] ، كونها ترتب التزامات على الشركة مما يؤثر على حقوق المساهمين فيها .

أ. خصائص سندات الدين :

تشترك سندات الدين مع الأسهم ببعض الخصائص وهي قابلية السندات للتداول ، وعدم قابلية السند للتجزئة ، بالإضافة إلى وجود خصائص مستقلة تميز سندات الدين عن الأسهم وباقي الأنواع الأخرى من الأوراق المالية وهي :

---

(1) د.أبو زيد رضوان ، الشركات التجارية في القانون المصري المقارن ، مرجع سابق ، ص ٥٦٤ ؛ د.أبو زيد رضوان ، شركات المساهمة ، مرجع سابق ، ص ١٤٦ ؛ د.طعمة الشمري ، قانون الشركات التجارية الكويتي ، مرجع سابق ، ص ٣١٥- ٣١٦ ؛ د.يعقوب يوسف صرخوه ، مرجع سابق ، ص ٨٢ ؛ د.سميحة القليوبي ، مرجع سابق ، ص ٣١٨ ؛ د.عاشور عبدالجواد عبدالحميد ، مرجع سابق ، ص ١٢ .

(2) كما ورد هذا التعريف في المادة الأولى من القرار الصادر عن هيئة الأوراق المالية والسلع في دولة الإمارات العربية المتحدة رقم (٩٣/ ر) لسنة ٢٠٠٥ بشأن نظام إدراج الصكوك الإسلامية .

(3) المادة ١١٦ من قانون الشركات الأردني رقم ٢٢ لسنة ١٩٩٧ .

(4) انظر المادة ١٧٧ من قانون الشركات الاتحادي لدولة الإمارات العربية المتحدة رقم ٨ لسنة ١٩٨٤ ، وفي نفس الاتجاه المادة ١٢ من قانون سوق رأس المال المصري رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ .

- **صفة الدين (القرض) :**

توصف سندات الدين على أنها ديون أو قروض طويلة الأجل ، وبالتالي يُعدّ حامل السند دائناً (مقرضاً) للشركة التي طرحت صكوكها المتمثلة بالسندات للجمهور لغرض الاكتتاب العام فيها ، وهذه الصفة هي التي تفرق السندات عن الأسهم .[١]

- **الحقوق التي لا تخولها سندات الدين لمالكها :**

لا يتمتع مالك سندات الدين بحقوق كالتي يتمتع بها مالك السهم ، فلا يكون لمالك السند الحق في الأرباح ، ولا يملك حق الإدارة ولا الاطلاع على مستندات الشركة ، ولا يحق له حضور اجتماعات الجمعية العمومية للشركة ، كما هو الحال بالنسبة لمالك السهم ، كما لا يحق لمالك السند الاشتراك في موجودات الشركة بعد حلها وتصفيتها .[2]

ب. أنواع سندات الدين :

لسندات الدين أنواع ، هي : السندات العادية ، والسندات بعلاوة الإصدار أو الوفاء ، والسندات ذات النصيب ، والسندات المضمونة ، والسندات القابلة للتحويل إلى أسهم ، وسنتناول جميع هذه الأنواع من سندات الدين في الفقرات التالية :

- **السندات العادية :**

يطلق على السندات العادية أيضاً بالسندات ذات الاستحقاق الثابت ، وتصدر هذه السندات بقيمة اسمية ثابتة يقوم المكتتب بدفع قيمتها كاملة ، وتخول هذه السندات حاملها اقتضاء فائدة محددة في آجال معينة خلال مدة القرض حتى يسترد قيمتها كاملةً في تاريخ الاستحقاق .[٣]

(1) د.محمود سمير الشرقاوي ، الشركات التجارية في القانون المصري ، دار النهضة العربية ، القاهرة ، مصر ، ١٩٨٦ ، ص ١٨١.

(2) المرجع السابق ، ص ١٨١ .

(3) د.أبو زيد رضوان ، الشركات التجارية في القانون المصري المقارن ، مرجع سابق ، ص ٥٦٥ ؛ د.أبو زيد رضوان ، شركات المساهمة ، مرجع سابق ، ص ١٤٧ ، د.عزيز العكيلي ، شرح القانون التجاري ، الجزء الرابع ، الشركات التجارية ، مرجع سابق ، ص ٣٢١ .

- **السندات بعلاوة الإصدار أو الوفاء :**

وتصدر هذه السندات بأقل من قيمتها الاسمية إلا أن الشركة المصدرة لها تلتزم بدفع قيمتها الاسمية كاملة إلى من يحملها في تاريخ الاستحقاق [١] ، وتدعى هذه السندات أيضاً بالسندات التي لا تحمل معدلاً للكوبون (Zero Coupon Bonds) ، ويستطيع مالك هذه السندات أن يبيعها في البورصة بالسعر السائد فيها ، ويمثل الفرق بين سعر الشراء والقيمة الاسمية للسند أو سعر البيع مقدار ما يحققه مالك السند من ربح .[٢]

- **السندات ذات النصيب :**

وهي سندات عادية بقيمة اسمية معينة يكتتب عليها بذات قيمتها إلا أن الذي يميزها عن السندات العادية هو تخصيص جوائز لهذا النوع من السندات يجرى عليها سحب (يانصيب) يمنح الفائزون فيها جائزة مالية ، وتختلف هذه السندات عن غيرها أيضاً بأن نسبة الفائدة تكون أقل من نسبتها في الأنواع الأخرى وذلك لتغطية قيمة الجوائز الممنوحة .[٣]

- **السندات المضمونة :**

وهي سندات عادية تصدر بقيمة اسمية تكون مقترنة بضمان أو تأمين خاص للوفاء بقيمتها في تاريخ الاستحقاق ، لتشجيع الجمهور للإقبال على الاكتتاب فيها ، ويكون الضمان إما ضماناً شخصياً ككفالة بنك أو كفالة حكومية أو هيئة

---

(1) د.محمود سمير الشرقاوي ، مرجع سابق ، ص ١٨٥ ، وانظر في ذلك نص المادة (١١٩/ ب) من قانون الشركات الأردني رقم ٢٢ لسنة ١٩٩٧ .

(2) د.منير إبراهيم هندي ، الأوراق المالية وأسواق رأس المال ، مرجع سابق ، ص ٣٢ ؛ المادة ١٨٣ من قانون الشركات التجارية الاتحادي لدولة الإمارات العربية المتحدة رقم ٨ لسنة ١٩٨٤ التي تجيز للشركة إصدار مثل هذه الأنواع من السندات ، وتأخذ التشريعات التجارية المقارنة بنفس الاتجاه .

(3) د.أبو زيد رضوان ، شركات المساهمة ، مرجع سابق ، ص ١٤٨ ؛ د.فايز نعيم رضوان ، الشركات التجارية ، مرجع سابق ، ص ٢٨٩ ؛ انظر نص المادة ١٨٣المنوه عنها أعلاه التي علقت أمر إصدار هذا النوع من السندات على موافقة السلطة المختصة ، بينما اشترطت المادة ١٢١ من قانون الشركات التجارية الكويتي رقم ١٥ لسنة ١٩٦٠ أن تصدر الشركة هذا النوع من السندات بناءً على مرسوم أميري .

عامة ، أو تكون تلك السندات مضمونة بضمان عيني كتقرير رهن تـأميني علـى عقارات وموجودات الشركة (Mortgage Debentures) ، ويكون هـذا الـرهن مقرراً لصالح جماعة حملة السندات [١] ، حيث يعطي هذا الرهن الحق في التقـدم على الدائنين الآخرين ، ونلاحظ – هنا – أن نسبة الفائدة المقررة لهذا النـوع مـن السندات أقل من النسبة المقررة للـسندات العاديـة ، كمـا نلاحـظ – أيـضاً أن المشروعات العامة هي التي تلجأ – عادة – لإصدار مثل هذه السندات لانخفـاض عنصر المخاطرة فيها .[٢]

- **السندات القابلة للتحويل إلى أسهم (Convertible Debentures) :**

وهي سندات عادية إلا أنه تكون قابلة للتحويل إلى أسهم بعد مضي مدة تحددها الشركة في نشرة الاكتتاب ، فيتحول مالك السند من دائن للشركة إلى مساهم فيها ، وتخضع عملية التحويل إلى أحكام زيادة رأس المال ، بما فيهـا موافقـة الجمعيـة العمومية غير العادية .[3]

ولا يجوز تحويل السندات إلى أسهم إلا وفقاً لشروط معينة نص عليها المـشرع ، بأن يتم ذلك بموافقة أصحاب السندات وبقرار من الجمعية العمومية غيـر العاديـة للمساهمين في الشركة ، وبأن يتضمن قرار الجمعية العمومية ونشرة الاكتتاب فـي السندات القواعد التي يتم بموجبها تحويل سندات الدين إلى أسـهم ، وبـأن لا يقـل سعر الإصدار للسند عن قيمة السهم الاسمية .[٤]

---

(1) د.أبو زيد رضوان ، الشركات التجارية في القانون المصري المقارن ، مرجع سابق ، ص ٥٦٦ ؛ د.أبو زيد رضوان ، شركات المساهمة ، مرجع سابق ص ١٤٨ ؛ د.محمد فريد العريني ، مرجع سابق ، ص ١١٣ ، وانظر في ذلك المادة ١٢٢ من قانون الشركات الأردني رقم ٢٢ لسنة ١٩٩٧ ، المادة ١٦٤ من اللائحة التنفيذية لقانون الشركات المصري .

(2) د.عبيد علي أحمد الحجازي ، مرجع سابق ، ص ٩١ (هامش رقم ٣) .

(3) د.عزيز العكيلي ، شرح القانون التجاري ، الجزء الرابع ، الشركات التجارية ، مرجع سابق ، ص ٢٦٢ ؛ وكمثال على هذا النوع من السندات في دولة الإمارات العربية المتحدة السندات الصادرة عن بنك أبوظبي الوطني .

(4) المادتين ١٨٥ و ١٨٦ من قانون الشركات التجارية الاتحادي لدولة الإمارات العربية المتحدة رقم ٨ لسنة ١٩٨٤ ، والمادة ٥١ من قانون الشركات المصري رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١ والمادة ١٦٥ من اللائحة التنفيذية للقانون المذكور ، والمادتين ١١٧ و ١٢٥ من قانون الشركات الأردني رقم ٢٢ لسنة ١٩٩٧ ، د.إسماعيل أحمد عصر ، محاسبة شركات الأموال ، مكتبة شادي ، ط ١٠ ، القاهرة ، مصر ، ٢٠٠٦ ، ص ١٣٦ .

وتجمع هذه الصورة من السندات بين بعض خصائص سندات الدين من ناحية وبعض خصائص الأسهم من ناحية ثانية ، وتصدر في الأوقات التي لا يمكن بأي حال من الأحوال زيادة رأس مال الشركة بإصدار أسهم جديدة ، وذلك لغرض الحفاظ على التوازن بين نسبة الديون وحقوق الملكية المتمثلة في الأسهم أو حصة الحكومة في رأس المال بالإضافة إلى الأرباح المحتجزة والاحتياطيات والإهلاك .[١]

٣. حصص التأسيس :[2]

يقصد بحصص التأسيس أو الأرباح ؛ الصكوك التي تصدرها شركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم دون أن يكون لها قيمة اسمية في رأس المال ، وتكون قابلة للتداول بالطرق التجارية ، وتعطي الحق لأصحابها في الحصول على بعض الحقوق حسبما يحدده نظام الشركة ، وأهمها الحصول على نصيب من الأرباح ، وذلك مقابل ما قدمه أصحاب هذه الصكوك من خدمات للشركة أثناء تأسيسها.[٣]

ويعود تاريخ ظهور حصص التأسيس أو "الأرباح" أول مرة إلى عام ١٨٥٨ عندما تمت مكافأة مؤسسي الشركة العالمية لقناة السويس وكل من الحكومتين المصرية والفرنسية مقابل ما قدموه من خدمات ومساعدات لتأسيس الشركة المذكورة .[٤]

وقد منعت قوانين دول كثيرة إصدار حصص التأسيس والتعامل فيها بنصوص صريحة ومن بينها القانون الإماراتي [٥] ، وتعود أسباب هذا المنع إلى النقد

(1) د.عبيد علي احمد الحجازي ، مرجع سابق ، ص ٩٢ (هامش رقم ٣) .

(2) ويُطلق عليها ايضا (حصص الأرباح) .

(3) د.ابو زيد رضوان ، الشركات التجارية في القانون المصري المقارن ، مرجع سابق ، ص ٥٥٩ ؛ د.محمد فريد العريني ، مرجع سابق ، ص ١٣٠، ١٣٣ ؛ د.سميحة القليوبي ، مرجع سابق ، ص ٣٠٦- ٣٠٧ .

(4) د.حسين يوسف غنايم ، الشركات التجارية في دولة الإمارات العربية المتحدة وفقا للقانون الاتحادي رقم ٨ لسنة ١٩٨٤، ط ١ ، مطابع البيان ، دبي ، الإمارات العربية المتحدة ، ١٩٨٤، ص ١٨٧ ؛ د.محمد فريد العريني ، مرجع سابق ، ص ١٢٩ .

(5) المادة ١٥٢ من قانون الشركات التجارية الاتحادي لدولة الإمارات العربية المتحدة رقم ٨ لسنة ١٩٨٤ ، وهو اتجاه اغلب التشريعات ، ومنها على سبيل المثال قانون الشركات الفرنسي الجديد لسنة ١٩٦٦ حيث منع المشرع الفرنسي على اساسه إصدار حصص التأسيس ؛ د.سميحة القليوبي ، مرجع سابق ، ص ٣٠٧ .

الشديد الذي لاقته فكرة منح هكذا صكوك لأطراف ليس لديهم مساهمة حقيقية في رأس مال الشركة ، إضافة إلى العبء الذي تمثله هذه الصكوك على الشركات .[١]

أما القوانين التي أجازت إصدار حصص التأسيس ، فمنها القانون المصري الذي أجازها بشرط أن يكون مقابل التنازل عن التزام منحته الحكومة أو حق من الحقوق المعنوية ، ومن القوانين الأخرى التي أجازتها القانون الإنجليزي ، وقد كانت إجازته لها وفقاً لأحكام خاصة ، بينما لم يرد في قوانين دول أخرى ما يفيد إجازة إصدار حصص التأسيس أو حظرها ، ومن تلك القوانين القانون الأردني والقانون الكويتي والقانون العراقي ، وقد ذهبت أغلب الآراء الفقهية في هذا الشأن إلى اعتبار الأصل في ذلك الإباحة بشرط أن ينص على ذلك في عقد تأسيس الشركة التي ترغب في إصدار هذا النوع من الصكوك .[٢]

ومن جهتنا لا نوافق الرأي الفقهي السابق فيما ذهب إليه في إجازة إصدار حصص التأسيس بالنسبة للقوانين التي لم يرد فيها ما يشير إلى إجازة إصدار هذا النوع من الصكوك أو منعها ، ونعتقد أن ذلك يعني عدم جواز الإصدار لما تمثله هذه الصكوك من تأثير كبير على حقوق المساهمين ودائني الشركة المصدرة ، كما أننا مع الآراء الفقهية التي عارضت إصدار حصص التأسيس للأسباب التي قيلت في معارضتها .

ولحصص التأسيس خصائص تميزها عن الأنواع الأخرى من الأوراق المالية ، وهي :[٣]

أ. حيث إن حملة تلك الحصص لم يحصلوا عليها مقابل مساهمتهم في رأس مال الشركة فإنها لا تدخل بالتالي في تكوين رأس المال المذكور .

---

(1) ومن القوانين الأخرى التي حظرت منح حصص التأسيس بالإضافة إلى القانون الإماراتي كل من القانون اللبناني والقانون السوري ؛ انظر د.حسين يوسف غنايم ، مرجع سابق ، ص ١٨٨.

(2) وقد أكدت هذا الموقف إدارة الفتوى والتشريع في دولة الكويت في فتواها رقم (٢/ ١) في ١١يونيو ١٩٦٠ والتي تبناها أيضاً الأستاذ الدكتور عبدالرزاق السنهوري ؛ انظر في تفصيل ذلك: د.يعقوب يوسف صرخوه ، مرجع سابق ، ص ٨٣- ٨٤ ؛ د.عزيز العكيلي ، شرح القانون التجاري ، الجزء الرابع ، الشركات التجارية ، مرجع سابق ، ص ٢٨٠- ٢٨١ .

(3) د.محمد فريد العريني ، مرجع سابق ، ص ١٣٠- ١٣١ (من الفقرة أ حتى الفقرة هـ) .

ب. لا تحمل حصص التأسيس قيمة اسمية عند إصدارها .

ج. لا يحق لأصحاب حصص التأسيس المشاركة في إدارة الشركة ولا حضور الجمعية العمومية .

د. يحصل أصحاب حصص التأسيس على حصتهم من الأرباح عندما يتحقق صافي أرباح للشركة بالفعل وعادة ما يكون ذلك بعد صرف نسبة معينة من الأرباح للمساهمين العاديين ، بعكس السندات التي يحصل حامليها على فائدة سنوية ثابتة سواء أحققت الشركة أرباحاً أم لم تحقق .

هـ . لا يتحمل أصحاب حصص التأسيس ما قد تتعرض له الشركة من خسائر نظراً لعدم مساهمتهم في رأس المال .(١)

و. لا يحصل أصحاب حصص التأسيس – عند التصفية – على حصتهم من الأرباح إلا فيما يتبقى بعد رد قيمة الأسهم .

أما عن الطبيعة القانونية لحصص التأسيس فقد تعددت الآراء الفقهية فيها إلى عدة اتجاهات ، حيث ذهب جانب من الفقه إلى القول بأن صاحب حصص التأسيس ما هو إلا دائن للشركة بقدر الأرباح نظراً لأنه ليس بشريك في رأس المال ولا يتحمل الخسائر ولا يشترك في إدارة الشركة ، بينما ذهب جانب آخر من الفقه إلى اعتبار صاحب حصص التأسيس شريكاً في الشركة نظراً لاشتراكه في الأرباح والذي لا يكون إلا للشركاء .(٢)

وبين هذين الاتجاهين جاء اتجاه فقهي فاعتبر أن لحصص التأسيس طبيعة مميزة نظراً للمركز القانوني الخاص الذي يتمتع به صاحبها في الشركة بالشكل الذي لا يضفي عليه صفة الدائن ولا صفة الشريك ، فهو ليس بدائن للشركة إلا

---

(1) د.عصام ابو النصر ، أسواق الأوراق المالية (البورصة) في ميزان الفقه الإسلامي ، المؤلف ، القاهرة ، مصر ، ٢٠٠٦ ، ص ٥٤ .

(2) د.مصطفى كمال طه ، مرجع سابق ، ص ٢٣٩ ؛ د.سميحة القليوبي ، مرجع سابق ، ص ٣١٦ .

بقدر من الربح إذا ما تحققت الأرباح للشركة بخلاف الدائن الذي يستحق الفائدة سواء أحققت الشركة أرباحاً أم منيت بخسائر ، كما أن صاحب حصص التأسيس ليس بشريك حيث أن صفة الشريك لا تمنح إلا لمن قصد المشاركة في الربح والخسارة ، بالإضافة إلى أن للشريك الحق في إدارة الشركة وذلك غير متوفر في صاحب حصص التأسيس .(١)

ونذهب إلى ما يراه الرأي الأخير بأن لحصص التأسيس أو الأرباح طبيعة قانونية خاصة لا يحمل صاحبها صفة الشريك في الشركة (٢) ، كما لا يعتبر دائناً للشركة إلا بقدر من الربح إذا ما تحققت للشركة أرباح فعلية وبعد أن تسدد الفوائد على سندات الدين وتصرف نسبة معينة من الأرباح للمساهمين .

٤. وثائق الاستثمار :

تعد وثائق الاستثمار من الأوراق المالية التي تصدرها صناديق الاستثمار (Investment Fund) مقابل الأموال التي تتلقاها من المستثمرين بشكل يشارك هؤلاء المستثمرين في استثمارات الصندوق المختلفة (٣) ، وتعتبر صناديق الاستثمار من قبيل الإدارة الجماعية لمحافظ الأوراق المالية ، ذلك أن الارتباط وثيق بين هذه الصناديق وبورصة الأوراق المالية ، فهي تعد البيئة المناسبة لاستثمار أصول هذه الصناديق .(٤)

وقد عرّف أحد الباحثين مفهوم (صناديق الاستثمار) بأنها " إحدى شركات المساهمة ذات الوضع الخاص ، التي تهدف إلى تجميع المدخرات المالية واستثمارها

---

(1) المرجع السابق ، ص ٣١٦ .

(2) وقد ظهر هذا واضحاً في موقف المشرع المصري الصريح عندما جاء النص في المادة ١٥٦ من اللائحة التنفيذية لقانون الشركات رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١ بعدم دخول حصص التأسيس أو الأرباح في تكوين رأس مال الشركة وعدم اعتبار أصحاب هذا النوع من الصكوك شركاء فيها.

(3) د.عاشور عبدالجواد عبدالحميد ، مرجع سابق ، ص ١٣ .

(4) د.سيد طه بدوي محمد ، عمليات بورصة الأوراق المالية الفورية والأجلة من الوجهة القانونية ، مرجع سابق ، ص١٧٥ .

بصفة رئيسية في شراء وبيع الأوراق المالية نيابةً عن أصـــحابها ، لتحقيـــق عائـــــد أكبـــر مما تحققه أوجه الاستثمار الأخرى مع تخفيض عنصر المخاطـــرة " .[١]

كمـــا عرّفهـــا باحث آخر بأنهـــا " مؤسسات ماليـــة ، تقـــوم بالاستثمـــــار الجماعي للأوراق الماليـــة ، عن طريق تجميع المـــدخرات مـــن عـــدد كبيـــر مـــن المستثمرين ، واستثمارهـــا في شراء وبيع الأوراق المالية ، بواسطة إدارة محترفـــــة ، بهدف تحقيق منفعـــة لمؤسسيهـــا وللمستثمريـــن ، وللاقتصاد القومـــي ككل " .[٢]

وبالنسبة للتعريف التشريعي فقد عّرف المشرع المصري وثيقة الاســـتثمار بأنها " ورقة مالية تمثل حصة حامل الوثيقة في صافي قيمة أصـــول الـــصندوق " ، كما عرف صندوق الاستثمار بأنه " وعاء استثماري مشترك يهـــدف إلـــى إتاحـــة الفرصة للمستثمرين فيه بالمشاركة جماعياً في الاستثمار في المجالات الواردة فـــي هذه اللائحة (ويقصد اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المـــصري) ويـــديره مدير استثمار مقابل أتعاب " .[٣]

ويلجأ المستثمرون إلى المشاركة في صناديق الاســـتثمار لعـــدة أســـباب : أهمها أن بعض المستثمرين الصغار لا يتمكنون من إنشاء مجافظ خاصة بهم بسبب قلة مواردهم المالية ، وبالتالي يلجأون إلى أن تكون لهم حصة شائعة فـــي محفظـــة صندوق استثماري معين ، إضافة إلى ما تقدم فإن بعض المستثمرين ممـــن لـــيس لديهم الخبرة أو المعرفة الكافية أو الوقت الكافي في إنشاء محفظة استثمارية خاصة بهم يلجأون إلى هذه الصناديق ليشاركوا فيهـــا .[٤]

---

(1) د.صفوت عبدالسلام ، صناديق الاستثمار – دراسة وتحليل من منظور الاقتصاد الإسلامي ، دار النهضة العربية ، القاهرة ، مصر ، ٢٠٠٥ ، ص ١٣ .

(2) د. وليد هويمل عوجان ، صناديق الاستثمار "دراسة وتحليل" ، بحث مقدم ضمن أعمال المؤتمر العلمي الخامس عشر "مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات " ، المجلد الخامس ، برعاية كلية الشريعة والقانون بجامعة الإمارات العربية المتحدة وغرفة تجارة وصناعة دبي ، دبي ، الإمارات العربية المتحدة ، الفترة ٦ – ٨ مارس ٢٠٠٧ .

(3) المادة الأولى من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ الصادرة بقرار وزير الاقتصاد والتجارة الخارجية رقم ١٣٥ لسنة ١٩٩٣ المعدلة بموجب قرار وزير الاستثمار رقم ٢٠٩ لسنة ٢٠٠٧ .

(4) د.سيد طه بدوي محمد ، عمليات بورصة الأوراق المالية الفورية والآجلة من الوجهة القانونية ، مرجع سابق ، ص١٧٧ .

ولصناديق الاستثمار أنواع عديدة قد تختلف باختلاف الغرض الذي تكونت من أجله ، فهناك صناديق تستهدف تحقيق زيادة في القيمة السوقية لمحفظة الأوراق المالية ، وصناديق أخرى تستهدف تحقيق دخل دوري ، وصناديق أخرى تستهدف تفادي دفع الضريبة على الأرباح من خلال إعادة استثمارها مقابل صكوك إضافية تُمنح لمستحقيها ، كما تختلف صناديق الاستثمار أيضاً بحسب مكونات المحفظة ، فهناك صناديق تتعامل في الأسهم وهناك صناديق تتعامل في سندات الدين وصناديق أخرى تتعامل في الأوراق المالية قصيرة الأجل كأذون الخزانة .[١]

ووفقاً للقانون المصري فهناك نوعان من صناديق الاستثمار ، فقد تكون على شكل شركة مساهمة أو على شكل صناديق استثمارية تنشأ من قبل البنوك وشركات التأمين .[٢]

ووفقاً للقانون الإماراتي لم يشر المشرع إلى وثائق الاستثمار من بين الأوراق المالية التي يجوز إدراجها ومن ثم تداولها في البورصات المرخصة في الدولة ، وهذا ما يلاحظ على القانون الاتحادي رقم ٤ لسنة ٢٠٠٠ في شأن هيئة وسوق الإمارات للأوراق المالية والسلع وقرار مجلس الوزراء رقم ١٢ لسنة ٢٠٠٠ بشأن النظام الخاص بإدراج الأوراق المالية والسلع ، اللذين جعلا الباب مفتوحاً لأية أوراق مالية يحق لمجلس إدارة الهيئة قبول إدراجها .[٣]

إلا أن قانون الشركات الاتحادي لدولة الإمارات العربية المتحدة رقم ٨ لسنة ١٩٨٤ قيّد التوسع الوارد في القانون الاتحادي رقم ٤ لسنة ٢٠٠٠ ، وذلك بتحديده للأوراق المالية التي يجوز لشركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم إصدارها في الأسهم والسندات فقط ، واستثنى صراحة كلاً من الأسهم الممتازة وحصص

(1) المرجع السابق ، ص ١٧٦- ١٧٧.

(2) صالح راشد الحمراني ، مرجع سابق ، ص ٢٨٩ .

(3) المادة ١ من القانون الاتحادي رقم ٤ لسنة ٢٠٠٠ في شأن هيئة وسوق الإمارات للأوراق المالية والسلع ، والمادة ٤ من قرار مجلس الوزراء لدولة الإمارات العربية المتحدة رقم ١٢ لسنة ٢٠٠٠ بشأن النظام الخاص بإدراج الأوراق المالية والسلع .

التأسيس (حصص الأرباح) من إصدارات هاتين الشركتين ، وسكت عن الإشارة لأوراق مالية أخرى من بينها وثائق الاستثمار .[١]

ونرى في الواقع العملي أن هناك مؤسسات تجارية وأخرى مالية في الدولة كالبنوك تقوم بإنشاء محافظ استثمارية تقترب من طبيعة وأهداف صناديق الاستثمار تستقبل ادخار صغار المستثمرين ؛ لتكّون وعاءً استثمارياً يدار من قبل تلك المؤسسات لغرض الاستثمار في الأوراق المالية ، وتعين تلك المؤسسات لإدارة تلك المحافظ الاستثمارية أشخاصاً ذوي خبرة في هذا المجال ، إلا أن تلك الصناديق أو المحافظ لا تأخذ شكل شركات مساهمة ولا حتى كياناً قانونياً ، وإنما تبقى في نطاق تلك المؤسسات التجارية والمالية وتحت مظلتها ، حيث يوجد عدد من تلك المؤسسات معتمدة لدى هيئة الأوراق المالية والسلع إلا أنها لا تصدر أوراقاً مالية .

٥. صكوك التمويل :

وهي صكوك قابلة للتداول بالطرق التجارية تصدر عن شركات المساهمة من غير العاملة في مجال تلقي الأموال لاستثمارها وتوظيفها ، وتصدر بموافقة الجمعية العمومية للشركة وبعد موافقة الهيئة العامة للأوراق المالية [٢] ، وقد استحدث المشرع المصري هذا النوع من الأوراق المالية في القانون رقم ١٤٦ لسنة ١٩٨٨ .

وقد اختلفت الآراء الفقهية في اعتماد هذا النوع من الأوراق المالية بين مؤيد ورافض له فمن الفقهاء من أيد المشرع في ذلك واعتبر أن حكمة المشرع

---

(1) المادة ١٥٢ من قانون الشركات التجارية لدولة الإمارات العربية المتحدة رقم ٨ لسنة ١٩٨٤ ، د.عبدالحكم محمد عثمان ، الشركات التجارية في دولة الإمارات العربية المتحدة ، أكاديمية شرطة دبي ، مطابع البيان التجارية ، دبي ، الإمارات العربية المتحدة ، ١٩٩٦ ، ص ٣٤٩ .

(2) د.عاشور عبدالجواد عبدالحميد ، مرجع سابق ، ص ١٣ ؛ د.شعبان أحمد محمود و المستشار رجب عبدالحكيم سليم ، شرح أحكام قانون سوق رأس المال الصادر بالقانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ ولائحته التنفيذية ، دار أبو المجد للطباعة ، ط ١ ، القاهرة ، مصر ، ٢٠٠٤ ، ص ٣٩٨- ٤٠١ ؛ المادة ١٢ من قانون سوق رأس المال المصري رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢، والمادة ٣٤ من اللائحة التنفيذية للقانون المذكور .

المصري من وراء إجازته لشركات المساهمة التي ليس من بين أغراضها تلقي الأموال لاستثمارها هو لمواجهة الاحتياجات التمويلية لتلك الشركات أو لتمويل نشاط أو صفقة بذاتها وإن فيه تنمية لسوق المال واستحداث قنوات شرعية وأوعية تمويلية جديدة لاستثمار الأموال .(١)

بينما من الفقهاء من يرى أن صكوك التمويل تعدّ من قبيل السندات ، ولا يرى ضرورة النص عليها في قانون سوق رأس المال المصري رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ ، حيث يرى الاكتفاء بسندات الدين ٢ ، ويذهب الباحث مع الاتجاه المعارض لإصدار هذا النوع من الأوراق المالية كونها لا تختلف عن طبيعة سندات الدين التي تصدر عن شركات المساهمة .

ولم يرد في القانون الاتحادي رقم ٨ لسنة ١٩٨٤ بشأن الشركات التجارية ما يشير إلى جواز إصدار صكوك التمويل من قبل شركات المساهمة ، بل حدد المشرع في القانون المذكور الأوراق المالية التي يجوز لشركات المساهمة إصدارها بالأسهم وسندات الدين فقط (٣) ، مما يعني بذلك عدم جواز إصدار هذا النوع من الأوراق المالية من قبل شركات المساهمة بالرغم من النص الوارد في القانون الاتحادي رقم ٤ لسنة ٢٠٠٠ بشأن هيئة وسوق الإمارات للأوراق المالية والسلع والقرارات الوزارية الصادرة بمقتضاه على حق الهيئة في قبول إدراج أية أوراق مالية أخرى غير الأسهم وسندات الدين .(٤)

ثانياً : الأوراق المالية الحكومية (Government Securities) :

يقصد بالأوراق المالية الحكومية ، صكوك مديونية متوسطة وطويلة الأجل

---

(1) د.سميحة القليوبي ، مرجع سابق ، ص ٦٣٢- ٦٣٣ .

(2) د.مصطفى كمال طه ، مرجع سابق ، ص ١٩٢ .

(3) المادة ١٥٢ من قانون الشركات التجارية الاتحادي لدولة الإمارات العربية المتحدة رقم ٨ لسنة ١٩٨٤ .

(4) انظر المادة الأولى من القانون الاتحادي رقم ٤ لسنة ٢٠٠٠ بشأن هيئة وسوق الإمارات للأوراق المالية والسلع ، والمادة ٤/٤ من قرار مجلس الوزراء لدولة الإمارات العربية المتحدة رقم ١٢ لسنة ٢٠٠٠ بشأن النظام الخاص بإدراج الأوراق المالية والسلع .

تصدر عن الأجهزة الحكومية سواء منها المركزية أو السلطات المحلية بهدف الحصول على موارد إضافية لمواجهة ظروف مالية واقتصادية تعاني منها الدولة ، وبالتالي تلجأ إلى إصدار هذا النوع من الصكوك .(١)

وحيث إنه يترتب على إصدار الأوراق المالية الحكومية أعباءً مالية على اقتصاديات الدول وفي النتيجة على مواطنيها ، بما يترتب على إصدارها من فرض للضرائب والرسوم ، فقد استقرت جميع النظم على وجوب إصدار مثل تلك الأدوات بقانون ، نظراً لأن إصدارها سوف يترتب عليه زيادة الضرائب على المواطنين ، والتي لا تفرض أيضاً إلا بقانون .(٢)

أما المشرع الإماراتي فقد عرض للأوراق المالية الحكومية في معرض تصديه لتعريف بعض المصطلحات المتعلقة بالبورصة وبالأوراق المالية المدرجة فيها ، ونص في القانون الاتحادي رقم ٤ لسنة ٢٠٠٠ بشأن هيئة وسوق الإمارات للأوراق المالية والسلع على الأوراق المالية الحكومية وهي السندات والأذونات الحكومية الاتحادية والحكومات المحلية والهيئات والمؤسسات العامة في الدولة (٣) ، والتطبيق الوحيد في دولة الإمارات العربية المتحدة بالنسبة لهذا النوع من الأوراق المالية تم في عام ٢٠٠٣ عندما أصدرت حكومة دبي سندات دين مدتها خمس سنوات وقد تم إدراجها في سوق دبي المالي .(٤)

وسيتم التطرق في الفقرات التالية للأوراق المالية الحكومية التي تصدر عن الحكومة المركزية والهيئات الحكومية المحلية :

---

(1) حسام الدين محمد ، ألف باء البورصة ، مرجع سابق ، صفحة أنواع الأسهم والسندات ؛ د.منير إبراهيم هندي ، الأوراق المالية وأسواق رأس المال ، مرجع سابق ، ص ٤٢ ؛ د.منير إبراهيم هندي ، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال (الأوراق المالية وصناديق الاستثمار) ، المكتب العربي الحديث ، الإسكندرية ، مصر ، ١٩٩٩ ، ص٤٦ .

(2) المادة ١٢١ من الدستور المصري لسنة ١٩٧٠ ؛ د.طارق محمود عبدالسلام السالوس ، تفعيل سوق السندات الحكومية ، دار النهضة العربية ، القاهرة ، مصر ، ٢٠٠٥ ، ص ١٠-١١ .

(3) المادة ١ من القانون المذكور .

(4) راجع في ذلك : الموقع الالكتروني لسوق دبي المالي www.dfm.ae .

١ - السندات الصادرة عن الحكومة المركزية .

تشتمل السندات التي تصدرها الحكومة المركزية على نوعين من السندات ، النوع الأول السندات التي تحتكر وزارة المالية تداولها ، أما النوع الثاني فهي السندات القابلة للتداول في بورصة الأوراق المالية .

أ) السندات التي تحتكرها وزارة المالية :

وتشمل هذه الأوراق المالية السندات الادخارية (Saving Bonds) وهي عبارة عن سندات تصدر عن وزارة المالية غير قابلة للتداول سواء بالبيع أو الشراء أو التنازل أو حتى الرهن لصالح الغير ، ولا يحق لمن يشتري هذه السندات بيعها إلا لوزارة المالية إذا رغب باسترداد قيمتها ، وينتشر هذا النوع من الأوراق المالية في أسواق الولايات المتحدة .[١]

وتوجد مثل هذه السندات غير القابلة للتداول في بعض الدول العربية ، كالأردن والجزائر والكويت ولبنان ومصر واليمن [٢] ، أما في دولة الإمارات العربية المتحدة فلا وجود لمثل هذا النوع من السندات في بورصات الأوراق المالية .

ب) السندات القابلة للتداول في البورصة :[3]

يصدر هذا النوع من الأوراق المالية عن البنك المركزي ، وتمتاز عن غيرها من الأوراق المالية التي تصدر عن الحكومة المركزية بأن العائد منها يتضمن معدل الفائدة المحدد إضافة إلى الأرباح الرأسمالية التي بالإمكان تحقيقها ،

(1) د. منير إبراهيم هندي ، الأوراق المالية وأسواق رأس المال ، مرجع سابق ، ص ٤٣.

(2) محمد يسر برنيه ، تطوير أسواق الأوراق المالية الحكومية في الدول العربية ودور السلطات النقدية ، دراسة مقدمة إلى الاجتماع السنوي السابع والعشرين لمجلس محافظي المصارف المركزية ومؤسسات النقد العربية ، الدوحة ، دولة قطر ، سبتمبر ٢٠٠٣ ، بحث منشور على الموقع الالكتروني لصندوق النقد العربي في أبوظبي بدولة الإمارات العربية المتحدة ، ٢٠٠٤ ، ص ١٧ .

(3) د.منير إبراهيم هندي ، الأوراق المالية وأسواق رأس المال ، مرجع سابق ، ص٤٦- ٥٠ ؛ د.منير إبراهيم هندي ، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال ، مرجع سابق ، ص ٤٩- ٥٧ .

وتتعدد صور هذه السندات والتي يتم تداولها في بورصات الأوراق المالية ، وغالباً الأجنبية ، ومنها البورصات الأمريكية وعدد من البورصات العربية وهي:

- **سندات الخزانة** : وتمثل هذه السندات استثماراً متوسطاً وطويل الأجل ، ولحاملها حق التصرف فيها لطرف ثالث دون انتظار تاريخ استحقاقها .
- **السندات بلا كوبون** : وتتمثل هذه السندات في قيام بنوك استثمار في دولة معينة بشراء صكوك حكومية بمبالغ طائلة ، ثم إعادة بيعها لمستثمرين صغار على شكل حصص في صورة شهادات ملكية ، بحيث يكون سعر تلك الحصص الجزئية بسعر يزيد على قيمته التي اشتراه بنك الاستثمار به .
- **الإصدارات الخاصة** : وتتضمن أوراقاً مالية تصدرها وزارة المالية (الخزانة) ، وهي لا تباع إلى الجمهور بل إلى منظمات حكومية لديها أموال بحاجة إلى استثمارها .

وتتداول السندات القابلة للتداول في البورصة في بعض البورصات العربية ، ومنها بورصات كل من الأردن والبحرين وتونس والجزائر والسعودية وعمان والكويت ولبنان ومصر والمغرب واليمن وموريتانيا والسودان ، وتتداول في هذه البورصات (عدا موريتانيا والسودان) أوراق مالية قصيرة الأجل بالعملات المحلية لها ، وتدعى بأذون الخزانة لمدد تتراوح بين ثلاثة وستة أشهر وسنة واحدة ، كما تطرح هذه الدول بالعملات الأجنبية وخاصة الدولار الأمريكي سندات وصكوك متنوعة منها إسلامية ، كما في البحرين لصكوك السلم الإسلامية لمدد تتراوح بين شهر واحد إلى ثلاثة أشهر ، إلا أن أكثر الإصدارات لسندات الخزانة متوسطة الأجل تواجداً في البورصات العربية من حيث مدد الاستحقاق هي سندات ذات المدد لسنتين والأخرى لخمس سنوات .[1]

---

(1) محمد يسر برنيه ، مرجع سابق ، ص ١٦ .

أما بالنسبة لسندات الخزانة طويلة الأجل فتصدر في عدد محدود من الدول هي المغرب لمدد استحقاق تتراوح بين ١٥ إلى ٢٠ سنة ، وتونس لمدد استحقاق تتراوح بين ١٠ إلى ١٢ سنة .(١)

وتوجد صور أخرى من السندات ، كصكوك التأجير الإسلامية بالدولار الأمريكي التي تصدر عن السلطات البحرينية لمدد استحقاق تتراوح بين ثلاث إلى خمس سنوات ، والتي تشابه الصكوك التي طرحتها السلطات الماليزية (٢) ، وتوجد في دول عربية أخرى كالأردن وتونس وقطر ولبنان ومصر والمغرب مثل تلك الإصدارات من السندات للحكومات المركزية وتدرج في البورصات العالمية .(٣)

ولا يوجد هذا النوع من السندات في أسواق دولة الإمارات العربية المتحدة بالرغم من نص المشرع الإماراتي عليها في القانون ، ويرى الباحث أن تتحرك الحكومة في الدولة لإصدار مثل هذه الصكوك لغرض تنويع الأوراق المالية في أسواق الدولة ، الأمر الذي يساعد على زيادة انتعاش الاقتصاد الوطني وتنويع خيارات الاستثمار أمام المستثمرين .

٢- السندات الصادرة عن الهيئات الحكومية المحلية :

يعطي القانون الحق للهيئات الحكومية المحلية في بعض الدول وخاصةً الاتحادية منها كالولايات المتحدة الأمريكية إصدار سندات قرض تتفاوت من حيث تاريخ استحقاقها ومعدلات الفائدة المترتبة بموجبها والضمانات المتاحة لها .(٤)

وعلى نطاق الدول العربية تقوم بعض الشركات والمؤسسات المملوكة

---

(1) المرجع السابق ، ص ١٦- ١٧ .

(2) المرجع السابق ، ص ١٧ .

(3) المرجع السابق ، ص ١٩ .

(4) د.منير إبراهيم هندي ، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال ، مرجع سابق ، ص ٥٨- ٥٩ .

للدولة بطرح سندات خاصة بها وإدراجها في بورصة الأوراق المالية لغرض التداول ، كما في الأردن وعمان وتونس ومصر والمغرب ، حيث تكون أغلب تلك الإصدارات لمصارف مملوكة للحكومة كما في حالة بنك مسقط في سلطنة عُمان والبنك العقاري وبنك التنمية الصناعية في مصر ، أما في غير قطاع البنوك فهناك مثلاً سلطة المياه في الأردن وشركة الدلتا للسكر في مصر [١] ، والسندات الصادرة عن حكومة دبي في دولة الإمارات العربية المتحدة .

ثالثاً : الأوراق المالية الأخرى التي تقبلها الهيئة أو إدارة البورصة :

يصنف بعض الباحثين أنواعاً معينة من الأوراق المالية التي سبق الكلام عنها ومن بينها الأوراق المالية القابلة للتحويل (Convertible Securities) من بين الأوراق المالية التي يجوز أن تقبلها الهيئة العامة لأسواق المال وإدارات البورصة ، ويدخل من ضمن تلك الأنواع من الأوراق المالية السندات والأسهم الممتازة التي بالإمكان تحويلها إلى أسهم عادية إذا رغب حائزها في ذلك ، وتتضمن عملية التحويل تلك جملة من الإجراءات .[٢]

وتتضمن التشريعات المنظمة لبورصات الأوراق المالية الإشارة إلى الأوراق المالية الأخرى التي بإمكان الهيئات العامة للأوراق المالية وإدارات تلك البورصات الموافقة على إدراجها ضمن الأوراق المالية المتداولة فيها.[٣]

وباعتقادنا أن مثل تلك النصوص ينبغي أن يقابلها مرونة من جانب المشرع في عدم التضييق على الجهات المصدرة في مجال إصدار الأوراق المالية المتنوعة ، وذلك من أجل تنويع الأدوات المالية المتاحة أمام المستثمرين وبالتالي انتعاش اقتصاديات الدول .

---

(1) الأستاذ محمد يسر برنيه ، مرجع سابق ، ص ١٩ .

(2) د.منير إبراهيم هندي ، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال ، مرجع سابق ، ص ٣٩- ٤٠ .

(3) انظر المادة (٤ / ٤) من قرار مجلس الوزراء لدولة الإمارات العربية المتحدة رقم ١٢ لسنة ٢٠٠٠ بشأن النظام الخاص بإدراج الأوراق المالية والسلع .

وقد ظهر حديثاً نوع من الأدوات المالية والتي تدعى بالأوراق المالية المضمونة بأصول (التوريق) والذي ظهرت ابتداءً في الولايات المتحدة الأمريكية عندما تم سن القانون الوطني للإسكان عام ١٩٣٤ والذي تأسست بموجبه الإدارة الفيدرالية للإسكان حيث سمح بالتأمين على ديون الرهن العقاري لصالح المقرضين غير الحكوميين ، وقد سمح نفس القانون بتأسيس هيئات الرهن العقاري حيث تأسست بموجبه الهيئة الوطنية الفيدرالية للرهن العقاري عام ١٩٣٨ ، ويؤدي سوق الرهن العقاري دوراً هاماً في توفير الأموال اللازمة لإقراض الأشخاص الذين يرغبون في شراء عقارات خاصة بهم ، وقد تم إدخال نظام التوريق إلى السوق المصرفية العربية عام ١٩٩٥ من قبل اتحاد المصارف العربية بعد انتشاره على نطاق واسع في الأسواق العالمية .[1]

ويقصد بالأوراق المالية المضمونة بأصول أو الاستثمار الجماعي في الحقوق الآجلة (التوريق) بأنه " عملية تلجأ إليها مؤسسة الائتمان التي ترغب في الاسترداد المعجل للائتمان الممنوح للعملاء ، فتقوم بحوالة محفظة حقوقها على هؤلاء العملاء إلى منشأة متخصصة في الاستثمار الجماعي لمحافظ الحقوق ، وتُعقد الحوالة وما تدره من عائد بثمن يقل عن القيمة الاسمية لمحفظة الحقوق وما تدره من عائد ، تتولى منشأة الاستثمار الجماعي طرح محفظة الحقوق للاكتتاب في صورة صكوك مالية ، ويمكنها بالتالي أن تفي بثمن الحوالة لمؤسسة الائتمان من الحصص النقدية للمكتتبين ، ويسترد حاملو الصكوك مدخراتهم من خلال رجوع منشأة الاستثمار على المدينين بقيمة المحفظة ، بمقتضى الحوالة المنعقدة ، أما أرباحهم من عملية الاستثمار فتتولد من الفارق بين الثمن المدفوع للحوالة المنعقدة والقيمة الاسمية لمحفظة الحقوق مضافاً إليها الفوائد المتفق عليها في عقد الائتمان " .[2]

---

(1) د.هالة كمال محمد إسماعيل ، الالتزام بالإيداع والقيد المركزي للأوراق المالية وفقا لقانون ٩٣ لسنة ٢٠٠٠ ، دار النهضة العربية ، القاهرة ، مصر ، ٢٠٠٧ ، ص ٢٢١-٢٢٣ .

(2) د.هشام فضلي ، الاستثمار الجماعي في الحقوق الآجلة ، دار الفكر الجامعي ، الإسكندرية ، مصر ، ٢٠٠٤، ص٥.

رابعاً : الأدوات المالية المشتقة (عقود المشتقات) :

ظهرت الأدوات المالية المشتقة أو عقود المشتقات تبعاً للتطور والنمو الحاصل في أسواق المال خلال العقود الماضية ، موفرة قدراً كبيراً من المرونة والسيولة وحماية المتعاملين في الأوراق المالية .(١)

وعلى صعيد البورصات العربية فلا يوجد لعقود المشتقات تطبيق فيها عدا ما تعرضت له تشريعات بعض الدول العربية كما في مصر ، حيث وردت الإشارة في قانون التجارة رقم ١٧ لسنة ١٩٩٩ إلى صحة العمليات المضافة إلى أجل بشرط أن تعقد في البورصة ، وتتعلق بأوراق مالية مدرجة فيها ، ويتم تنظيمها بموجب قرار ، يصدر عن الوزير المختص .(٢)

وتنقسم عقود المشتقات إلى الأقسام التالية وهي ، عقود الاختيار (الخيارات) ، والعقود المستقبلية ، وعقود المبادلة ، وسوف يتم التطرق إلى تعريف هذه الأنواع الثلاثة من الأدوات وأهم خصائصها :

١) عقود الاختيار (Options) :

يقصد بعقود الاختيار بشكل عام ، تلك العقود التي يكون فيها الحق لأحد أطرافها الاشتراط على الطرف الآخر في بيع أو شراء سلعة أو خدمة معينة مقابل التزام الطرف الأخر بإبرام العقد في المستقبل .(٣)

وفي نطاق التعامل بالأوراق المالية تم تعريف عقد الاختيار بأنه " عقد يعطي لحامله الحق في شراء أو بيع أوراق مالية معينة بسعر مَعين تم تحديده

---

(1) د.سيد طه بدوي محمد ، عمليات بورصة الأوراق المالية (دراسة مقارنة) بين التشريعين الفرنسي والمصري ، بحث مقدم ضمن أعمال المؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر (مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات) برعاية جامعة الإمارات العربية المتحدة وغرفة تجارة وصناعة دبي ، المجلد الثاني ، دبي ، الإمارات العربية المتحدة ، الفترة من ٦ ـ ٨ مارس ٢٠٠٧ ، ص ٧٨٣ .

(2) المادة ٤٦ من القانون المذكور .

(3) Michael Becket, How The Stock Market Works, Second Edition, Kogan Page Limited, London, U.K, 2006, P. 23.

مسبقاً يطلق عليه (سعر التعاقد) أو (سعر المنافسة) أو (سعر التنفيذ) بحيث يمكّن هذا العقد مشتري هذا الاختيار في تنفيذ أو عدم تنفيذ الاتفاق ، وذلك مقابل دفعه مبلغاً معيناً غير قابل للرد كنوع من المكافأة أو التعويض علاوة للطرف الآخر الذي يطلق عليه اسم (محرر حق الاختيار) " .[١]

وتستخدم هذه العقود من قبل المستثمرين لغرض حماية أنفسهم من تقلبات الأسعار ، بالإضافة إلى الاستفادة منها من قبل المضاربين لتحقيق الأرباح من فروق الأسعار .[٢]

وتنقسم عقود الاختيار إلى قسمين هما اختيار البيع واختيار الشراء ، أما اختيار البيع (Pot Option) فهو عقد يعطي صاحبه (البائع) فرصة حماية نفسه من انخفاض القيمة السوقية لأوراقه المالية على شرط أن يعطي البائع للمشتري مكافأة للإقدام على شراء تلك الأسهم ، بحيث يتمكن من بيعها عندما يرتفع سعرها .[٣]

أما النوع الثاني فهو اختيار الشراء (Call Option) ويحدث عندما يتوقع المستثمر ارتفاع قيمة ورقة مالية معينة يرغب في شرائها فيقوم بامتلاك اختيار يعطيه الحق في شراء تلك الورقة في التاريخ الذي يرغب فيه وبالسعر الذي يتفق عليه مع صاحب الورقة مقابل مكافأة يدفعها الراغب في الشراء (مشتري الاختيار) للطرف الثاني (محرر الاختيار) .[٤]

وينتشر هذا النوع من العقود في الولايات المتحدة الأمريكية حيث يوجد فيها ست بورصات تتعامل في عقود الاختيار ، من أهمها بورصة شيكاغو والتي بدأ التعامل فيها بهذا النوع من الأدوات عام ١٩٧٣ .[٥]

---

(1) د.عبدالغفار حنفي و د. رسمية زكي قرياقص ، الاستثمار في الأوراق المالية ، مرجع سابق ، ص ٣١٥ .

(2) د. محمد صالح جابر ، مرجع سابق ، ص ٢٥٤ .

(3) د.منير إبراهيم هندي ، الأوراق المالية وأسواق رأس المال ، مرجع سابق ، ص ٥٩ .

(4) المرجع السابق ، ص ٦٤ .

(5) د.محمد صالح جابر ، مرجع سابق ، ص ٢٥٤ ؛ د. منير إبراهيم هندي ، الأوراق المالية وأسواق رأس المال ، مرجع سابق ، ص ٥٩ .

٢) العقود المستقبلية :

وهي عقود آجلة تتضمن الحق في شراء أو بيع قدر معين من أوراق مالية بسعر محدد مسبقاً على أن يتم تنفيذها بتسليم وتسلم تلك الأوراق في تاريخ لاحق [(١)]، ويشترط في هذا النوع من الأدوات المالية تقديم ضمان مالي لشركة الوساطة المالية الخاصة بالعميل ، حيث تودعه غرفة المقاصة قبل تنفيذ المعاملة ، والذي عادة تكون قيمته أكثر من ٢٠% من قيمة العقد .[(٢)]

وقد نص المشرع الأمريكي على العقود المستقبلية في سياق تعريفه للمصطلحات المتعلقة ببورصة الأوراق المالية .[(٣)]

ويختلف الهدف من وراء العقود المستقبلية باختلاف المتعاملين ، فقد يكون الغرض من العقد حماية المتعامل من مخاطر تقلبات أسعار الفائدة [٤] ، أو نقل المخاطرة ، وقد يكون الغرض منه المضاربة لتحقيق الأرباح المتحققة من فروق الأسعار .[(٥)]

وبالرغم من وجود عدد من نقاط التشابه بين العقود المستقبلية والعقود الآجلة منها التشابه اللغوي بين النموذجين المذكورين ، بالإضافة إلى عدم تحقق عمليات تسليم وتسلم لمحال تلك العقود بين الأطراف ، وهما كذلك وسيلتان للمضاربة والتحوط من تقلبات الأسعار ، إلا أن بينهما اختلافات في أن التعامل يجري في العقود المستقبلية فقط في السوق الرسمية (البورصة) بينما يجري في العقود الآجلة في السوق غير الرسمية (الموازية) ، بالإضافة إلى أن العقود

(1) د.محمد أحمد بن فهد ، اقتصاديات النقود والبنوك ، أكاديمية شرطة دبي ، مطابع البيان ، دبي ، الإمارات العربية المتحدة ، ٢٠٠٣ ، ص ١٣٨ ؛ د.سيد طه بدوي محمد ، عمليات بورصة الأوراق المالية (دراسة مقارنة) بين التشريعين الفرنسي والمصري ، مرجع سابق ، ص ٧٨٧ ؛ د.عبدالغفار حنفي و د.رسمية زكي قرياقص ، الاستثمار في الأوراق المالية ، مرجع سابق ، ص ٣٤١- ٣٤٢ .

(2) د.عصام أبو النصر ، مرجع سابق ، ص ٧٧ .

(3) المادة (٣ / a / ٥٥ / A) من القانون المذكور .

(4) د.محمد أحمد بن فهد ، مرجع سابق ، ص ١٣٨ .

(5) د.عبدالغفار حنفي و د.رسمية زكي قرياقص ، الاستثمار في الأوراق المالية ، مرجع سابق ، ص ٣٤١- ٣٤٢ .

المستقبلية تمتاز بالنمطية في شروطها ، كونها تخضع لأنظمة البورصة ، بينما تخضع العقود الآجلة لرغبات أطرافها ، كما يكون للتأمين النقدي المودع من قبل العميل لدى غرفة المقاصة في العقود المستقبلية دور كبير في ضمان تنفيذ العملية ، بعكس الحال في العقود الآجلة التي لا تمتلك مثل هذه الميزة .(١)

٣) عقود المبادلة :

تُعد عقود المبادلة من أدوات تغطية المخاطر ، وهي سلسلة من العقود لاحقة التنفيذ ، يتم تسويتها على فترات قد تكون شهرية أو ربع سنوية أو نصف سنوية أو غير ذلك من الفترات ، كما أنها ملزمة لأطرافها بعكس الحال في عقود الاختيار ، وتختلف عن العقود المستقبلية في أن الأرباح أو الخسائر لا تتم تسويتها يومياً مثلما هي عليه في العقود المستقبلية .(٢)

وتتضمن هذه العقود عدة صور ، منها عقود مبادلة أسعار الفائدة ، وعقود مبادلة العملات ، وعقود مبادلات مخاطر الائتمان .(٣)

ويوجد مفهوم آخر لعقود المبادلة يختلف عن المفهوم المتعارف عليه ، حيث تعرف بعض البورصات عقود مبادلة تتضمن اتفاق البائعين والمشترين على مبادلة أوراق مالية لشركتين مدرجتين في البورصة وتنفذ تلك الاتفاقات على لوحة خاصة داخل قاعة التداول ، ومثال على تلك الأسواق سوق الكويت للأوراق المالية حيث يتم التعامل بهذه الصورة من العقود .(٤)

---

(1) د.عصام أبو النصر ، مرجع سابق ، ص ٧٨ .

(2) د.جلال العبد و د.محمد الحناوي ، مرجع سابق ، ص ٣٣١ .

(3) راجع في تفصيل هذه الصور من العقود : د.محمد الحناوي و د.نهال فريد مصطفى ود.السيد عبدالفتاح إسماعيل و د.السيد الصيفي ، الاستثمار في الأوراق المالية وإدارة المخاطر ، المكتب الجامعي الحديث ، الإسكندرية ، مصر ، ٢٠٠٧ ، ص ٢٨١-٣١٤ .

(4) سوق الكويت للأوراق المالية ، دليل السوق ، قرص مضغوط سي دي ، صفحة (الأسواق المتداولة) .

الفرع الثالث

تمييز الأوراق المالية عن غيرها من الأدوات الأخرى

قد يبدو أن هناك تشابهاً بين الأوراق المالية وأدوات أخرى كالأوراق التجارية والأوراق النقدية (البنكنوت) ، لذلك سيتم من خلال الفقرات التالية عقد التمييز بين الأوراق المالية من جهة وكل من الأوراق التجارية أولاً ثم الأوراق النقدية ثانياً.

أولاً : تمييز الأوراق المالية عن الأوراق التجارية :

تعد كل من الكمبيالة (bill of exchange) ، والسند الاذني (السند لأمر) promissory note ، و السند لحامله ، و الشيك (cheque) وغيرها من الأوراق التي تحرر لتسوية المعاملات التجارية والتي جرى العرف التجاري على قبولها أدوات وفاء في المعاملات التجارية ، حيث أقرتها التشريعات التجارية المقارنة على اختلاف فيما بينها في التسميات وفي الزيادة أو النقصان ، حيث نص المشرع الإماراتي على تلك الأوراق .[١]

بينما عدّد المشرع الأردني في قانون التجارة رقم ١٢ لسنة ١٩٦٦ أنواع الأوراق التجارية بما يلي : سند السحب ويسمى أيضاً البوليصة أو السفتجة ، وسند الأمر ويسمى أيضاً السند الاذني ومعروف باسم الكمبيالة ، بالإضافة إلى الشيك ، والسند لحامله .[٢]

وقد عرّف المشرع الإماراتي في قانون المعاملات التجارية الاتحادي رقم ١٨ لسنة ١٩٩٣ الأوراق التجارية بأنها " صكوك مكتوبة وفق أشكال حددها القانون تمثل حقاً موضوعه مبلغ معين من النقود يستحق الأداء بمجرد الاطلاع أو

(1) حيث نص المشرع الإماراتي في المادة ٤٧٩ من قانون المعاملات التجارية الاتحادي رقم ١٨ لسنة ١٩٩٣ على جميع تلك الأدوات ، بينما اقتصرت قوانين التجارة في دول أخرى على ثلاث صور من الأوراق التجارية وهي (الكمبيالة والسند لأمر والشيك) كما في قانون التجارة الكويتي رقم ٦٨ لسنة ١٩٨٠ وقانون التجارة المصري رقم ١٧ لسنة ١٩٩٩ .

(2) المادة ١٢٣ من قانون التجارة الأردني رقم ١٢ لسنة ١٩٦٦؛ انظر د.عزيز العكيلي ، شرح القانون التجاري ، الجزء الثاني ، الأوراق التجارية وعمليات البنوك ، دار الثقافة للنشر والتوزيع ، عمّان ، الأردن ، ٢٠٠٥ ، ص١٠.

بعد أجل معين أو قابل للتعيين وهي قابلة للتداول بالطرق التجارية ، واستقر العرف على قبولها أداة للوفاء بدلاً من النقود " .[١]

ولم تتضمن التشريعات الأخرى تعريفاً للأوراق التجارية ، فلم يرد مثلاً في قانون التجارة الأردني رقم ١٢ لسنة ١٩٦٦ سوى الإشارة إلى أنها "إسناد قابلة للتداول بمقتضى أحكام هذا القانون" ، ومن ثم تعداد تلك الأوراق وتعريفها وهي سند السحب أو ما تعرف بالبوليصة أو السفتجة ، وسند الأمر أو السند الاذني أو الكمبيالة ، والشيك ، والسند لحامله .[٢]

أما الفقه والقضاء فقد استقرت معظم تعريفاته للأوراق التجارية على أنها "عبارة عن صكوك قابلة للتداول بالطرق التجارية بالتظهير أو المناولة متضمنة التزاماً تجارياً بدفع مبلغ نقدي محدد في تاريخ معين ، يتم تحريرها مستوفية البيانات التي يشترطها القانون في تضمينها إياها دون الحاجة إلى إجراء آخر يبطل تداولها أو يجعله متعذراً " .[٣]

ولعقد التمييز بين الأوراق المالية والأوراق التجارية ينبغي تناول الموضوع من ناحيتين ، أولاهما بيان أوجه الشبه بين هاتين الصورتين من الأدوات ، وثانيهما بيان أوجه الاختلاف بينهما .

(1) المادة ٤٧٨ من القانون المذكور .

(2) المادة ١٢٣ من قانون التجارة الأردني رقم ١٢ لسنة ١٩٦٦ .

(3) د.محمود مختار أحمد بريري ، قانون المعاملات التجارية (عمليات البنوك – الأوراق التجارية) ، دار النهضة العربية ، القاهرة ، مصر ، ٢٠٠١ – ص ٢١٦ ؛ د.عزيز العكيلي ، الجزء الثاني ، شرح القانون التجاري (الأوراق التجارية وعمليات البنوك) ، دار الثقافة للنشر والتوزيع ، عمان ، الأردن ، ٢٠٠٥ ، ص ١٠ ؛ د. فايز نعيم رضوان ، قانون المعاملات التجارية ، الجزء الثاني ، الأوراق التجارية – الإفلاس ، ط ١ ، أكاديمية شرطة دبي ، مطابع البيان ، دبي ، الإمارات العربية المتحدة ، ٢٠٠٥ ، ص ٧ ؛ وانظر أيضاً بشأن اتجاه القضاء القرار الصادر عن محكمة النقض المصرية في الطعن رقم ٦٦٩ سنة قضائية رقم ٤١ ق جلسة ١٩٧٥/٦/٢٥ .

١. أوجه الشبه بين الأوراق المالية والأوراق التجارية :[1]

أ) تعتبر الأوراق المالية والأوراق التجارية أدوات قابلة للتداول بالطرق التجارية.

ب) تتضمن الأوراق المالية والأوراق التجارية قِيَماً نقدية ، وبالإمكان تحويلها إلى نقود .

٢. أوجه الاختلاف بين الأوراق المالية والأوراق التجارية :

أ) تمثل الأوراق المالية لا سيما السندات قروضاً طويلة الأجل ، ولا يتم خصمها في البنوك ، وهي لا تقوم مقام النقود في الوفاء ، بينما تمثل الأوراق التجارية عادة قروضاً قصيرة الأجل ، وبالإمكان خصمها في البنوك ومبادلتها بالنقود ، ويجوز استعمالها أداة للوفاء .[2]

ب) من حيث الضمان فإن بائع الورقة المالية لا يضمن الجهة المصدرة لها ، بينما يضمن كل من يضع توقيعه على الورقة التجارية كالساحب أو المظهر بحكم القانون قيمة الورقة التجارية في حالة عدم الوفاء .[3]

ج) تصدر الأوراق المالية في مجموعات بموجب اكتتاب عام وبأرقام متسلسلة ذات قيمة متساوية ضمن الفئة الواحدة ولا تختلف إحداها عن الأخرى ويتم الوفاء بقيمتها غالباً بطريق القرعة ، بينما تصدر الأوراق التجارية نتيجة تصرف معين ويتم الوفاء بقيمتها في ميعاد استحقاقها .[4]

د) تخضع الأوراق التجارية في تنظيمها لقوانين التجارة ، أما الأوراق المالية

---

(1) د.عبدالحكم محمد عثمان ، أصول قانون المعاملات التجارية رقم ١٨ لسنة ١٩٩٣، الجزء الثاني ، الأوراق التجارية والإفلاس ، أكاديمية شرطة دبي ، مطابع البيان التجارية ، دبي ، الإمارات العربية المتحدة ، ١٩٩٥ ، ص٢٢- ٢٣ .

(2) المرجع السابق ، ص ١٥ .

(3) د.فوزي محمد سامي ، شرح القانون التجاري الأردني ، ج ٢ ، الأوراق التجارية ، ط ١ ، دار الثقافة للنشر والتوزيع ، عمّان ، الأردن ، ١٩٩٤ ، ص ١٠ ؛ د.فوزي محمد سامي ، الأوراق التجارية في قانون دولة الإمارات العربية المتحدة ، ط ٢ ، جامعة الشارقة ، مركز البحوث والدراسات ، النشر العلمي ، الشارقة ، دولة الإمارات العربية المتحدة ، ٢٠٠٥ ، ص ١٠ .

(4) صالح راشد الحمراني ، مرجع سابق ، ص ٢٢٧- ٢٢٨ .

فتخضع في تنظيمها لتشريعات أخرى ذات صلة بالأوراق المالية والبورصة .[1]

هـ) يقرر العرف التجاري التزاماً على التجار بقبول الأوراق التجارية خصماً لما لهم من ديون على التجار الآخرين ، بينما ليس هناك إلزام على التجار أو غيرهم في قبول الأوراق المالية لتسوية ما بينهم من ديون ومطالبات .[٢]

ثانياً : تمييز الأوراق المالية عن الأوراق النقدية (البنكنوت) :

قد يتشابه مفهوم الأوراق المالية بالأوراق النقدية أو ما يعرف بالبنكنوت ، إلا أنه وبالرغم من وجود بعض أوجه التشابه بين المفهومين إلا أن هناك بعض أوجه التشابه بينهما ، لذلك سنتناول مفهوم النقود ومدى تقاربه من مفهوم الأوراق المالية أولاً ، ثم أوجه الاختلاف بين الأوراق المالية والأوراق النقدية ثانياً وذلك في الفقرتين التاليتين :

١. مفهوم النقود ومدى تقاربه من مفهوم الأوراق المالية :

يقصد بالنقود في اللغة " جمع نقد ، ومعناه قريب من المعنى الشائع أو المستعمل له عرفاً : وهو الأداء في الحال مقابل شيء آخر ، حيث عرفه أهل اللغة : بأنه خلاف النَساء (المؤجل) وهو الإعطاء والقبض " . ويقصد بها اصطلاحاً بأنها " كل ما يتعامل به الناس من دنانير ذهبية ، أو دراهم فضية ، أو فلوس (قطع معدنية من غير الذهب والفضة) نحاسية ، أو عملات ورقية " .[٣]

أما في لغة الاقتصاديين فيقصد بالنقود : أي شيء يلقى قبولاً عاماً من كافة أفراد المجتمع وسيطاً في تبادل السلع والخدمات ، ويستخدم في الوقت نفسه

---

(1) المرجع السابق ، ص ٢٢٥ .

(2) المرجع السابق ، ص ٢٢٨ .

(3) د.وهبة الزحيلي ، المعاملات المالية المعاصرة ، دار الفكر ، ط ١ ، دمشق ، سوريا ، ٢٠٠٢ ، ص ١٤٩ .

مقياساً للقيم ومستودعاً لها ووحدة للحساب ، وهي تُعدّ من وسائل الدفع المستخدمة من قبل الأفراد والجماعات في المبادلات ، وتتمثل في الوقت الحاضر في العملة الورقية والمعدنية وكذلك الحسابات الجارية ، وهاتان الوسيلتان هما ما يعني بالنقود في الاقتصاد الحديث .[1]

كما يضاف إلى المفهوم التقليدي للنقود مفهوم جديد لها وهو ما يعرف في الوقت الحاضر بالنقود الالكترونية ، أما ما عدا ذلك مما يمكن تحويله إلى "عملة" أو إلى "حسابٍ جارٍ" فهو ما يطلق عليه بأشباه النقود ، كالشيكات والكمبيالات وأذون الخزانة ، فهذه الصور من الأدوات ليس بالإمكان استخدامها مدفوعات إلا بعد أن تُحول إلى عملة ورقية أو معدنية أو إلى حسابات جارية [2] ، وهي بهذا المفهوم قد تقترب من مفهوم الأوراق المالية .

٢. أوجه الاختلاف بين الأوراق المالية والأوراق النقدية :

أ. تستخدم النقود مقياساً للقيم الاقتصادية ووحدة للحساب ، نظراً للثبات النسبي في قوتها الشرائية [3] ، بينما لا تتصف الأوراق المالية بالثبات ، بل قد تتغير أسعارها في دقائق تبعاً لعاملي العرض والطلب ، وتبعاً للتغير في المركز المالي والاقتصادي للجهة المصدرة .

ب. إن ما يميز الأوراق المالية عن الأوراق النقدية (البنكنوت) هو قابلية الأوراق النقدية للدفع بالمبادلة ، بينما الأوراق المالية لا يمكن أن تكون وسيلة للمبادلة إلا بعد تحويلها إلى نقود .

(1) انظر في تعريف النقود : إبراهيم آدم حبيب ، إصدار النقود : دراسة تأصيلية ، مجلة المصرفي ، العدد ٢٧ ، مارس ، ٢٠٠٣ ، منشورة في الموقع الإلكتروني لبنك السودان www.sudanbank.org ؛ د.محمد أحمد بن فهد ، مرجع سابق ، ص ٢١- ٢٢ ؛ د.سيد طه بدوي محمد ، مقدمة في النقود والبنوك ، دار النهضة العربية ، القاهرة ، مصر ، ٢٠٠٥ ، ص ١٤ ؛ د.سعيد الخضري ، الاقتصاد النقدي والمصرفي ، دار الكتاب الجامعي ، العين ، دولة الإمارات العربية المتحدة ، ١٩٩٩ ، ص ١٧ .

(2) د. محمد أحمد بن فهد ، مرجع سابق ، ص ٢٣- ٢٤ ؛ د.سيد طه بدوي محمد ، مقدمة في النقود والبنوك ، مرجع سابق ، ص ١٥ .

(3) د.سعيد الخضري ، مرجع سابق ، ص ١٣ .

ج. تكون الأوراق المالية إما اسمية أو لحاملها ، وبالتالي فإن ضياعها أو تلفها يُمكّن الجهة المصدرة لها من إصدار بدل مفقود أو متلف لمالكها ، بينما تكون الأوراق النقدية على الدوام لحاملها حيث تخضع لقاعدة " الحيازة في المنقول سند الملكية " ، وبالتالي فليس من سبيل لإصدار بدل فاقد في حالة الفقدان ، إلا في حالة التلف حيث يصدر بدل تالف .[1]

د. تصدر الأوراق النقدية متمثلة بالعملة الوطنية بموجب تشريعات وطنية عن الجهاز المالي المتمثل في المصرف المركزي ، وللدولة الولاية الكاملة والمنفردة على إصدارها متفقة مع الأهداف السياسية والاقتصادية لديها [٢] ، بعكس الأوراق المالية التي تصدر عن شركات المساهمة العامة وشركات التوصية بالأسهم وبعض الهيئات الحكومية مبتغية من وراء إصدارها تحقيق الربح ، أو مواجهة نفقات .[3]

هـ . يتم تداول الأوراق النقدية للدولة بين الأفراد والهيئات ضمن إقليمها الوطني دون أي قيود ، بعكس الحال بالنسبة للأوراق المالية التي يشترط أن يتم تداولها ضمن مكان محدد هو بورصة الأوراق المالية وفي أوقات محددة ضمن ساعات التداول .[4]

و. تخول بعض الأوراق المالية أصحابها الحصول على فوائد وأرباح ، بخلاف الأوراق النقدية التي لا تخول حائزها الحصول على هذه الميزة .[5]

(1) صالح راشد الحمراني ، مرجع سابق ، ص٢٣٠- ٢٣١ .

(2) إبراهيم آدم حبيب ، مرجع سابق ؛ أنظر المادة ٦٥ من القانون الاتحادي رقم ١٠ لسنة ١٩٨٠ المعدل بشأن المصرف المركزي والنظام النقدي وتنظيم المهنة المصرفية .

(3) صالح راشد الحمراني ، مرجع سابق ، ص ٢٢٩ .

(4) المرجع السابق ، ص ٢٣٠ .

(5) المرجع السابق ، ص ٢٣٠ .

المطلب الثالث

التعريف بمعاملات بورصة الأوراق المالية

تمهيد وتقسيم :

تخضع المعاملات التي ترد على الأوراق المالية المدرجة في البورصة إلى جملة من التشريعات ، منها قانون الشركات التجارية وقانون التجارة والتشريعات المنظمة لبورصات الأوراق المالية ، واستناداً لهذه التشريعات يُشترط لصحة ونفاذ هذه المعاملات عدد من الشروط ، منها أن يتم التداول في الأوراق المالية التي سبق إدراجها ضمن سوق رسمي مرخص من جهة حكومية [1] ، كما تشترط تلك التشريعات أن تتم عمليات تداول الأوراق المالية من خلال شركات وساطة مالية لديها الخبرة في هذا المجال ، ومرخص لها بموجب تشريعات خاصة .[2]

وتمتاز عمليات بورصة الأوراق المالية بميزتين أساسيتين : أولاهما هي عدم معرفة المتعاملين بالأوراق المالية لبعضهم بعضاً ، كونهم يوجهون أوامرهم بالبيع والشراء إلى وسطائهم الماليين الذين ينفذون نيابة عنهم تلك العمليات ، وثاني الميزتين : أن أثر تلك العمليات لا يتعلق بالمتعاملين في الأوراق المالية فحسب وإنما يتعداهم ليشمل كل من يحمل نوع الورقة المالية التي جرى عليها التعامل ، ومن ثم لينتقل أثرها إلى الحياة الاقتصادية بشكل عام ، وبالتالي يتطلب الأمر خضوع البورصة لرقابة السلطات العامة في الدولة .[3]

وهناك جملة من المعاملات التي ترد على الأوراق المالية ، تبدأ بإدراج

---

(1) المادة ٢ من القانون الاتحادي رقم ٤ لسنة ٢٠٠٠ بشأن هيئة وسوق الإمارات للأوراق المالية والسلع ، والمادة ٢ من قرار هيئة الأوراق المالية والسلع في دولة الإمارات العربية المتحدة رقم ٢ لسنة ٢٠٠١ الخاص بالتداول والمقاصة والتسويات ونقل الملكية وحفظ الأوراق المالية ، والمادة ٣ من قرار مجلس الوزراء لدولة الإمارات العربية المتحدة رقم ١٢ لسنة ٢٠٠٠ بشأن النظام الخاص بإدراج الأوراق المالية والسلع .

(2) المادة ٢٥ من القانون الاتحادي رقم ٤ لسنة ٢٠٠٠ بشأن هيئة وسوق الإمارات للأوراق المالية والسلع .

(3) محمد يوسف ياسين ، مرجع سابق ، ص ٩٨ .

(إيداع) الأوراق المالية في البورصة ، وعادة ما تكون الهيئات العامة للأوراق المالية وإدارات البورصات هي الجهات المخولة قانوناً بالموافقة على إدراج الأوراق المالية ، وتوجد في بعض الدول شركات مخولة قانوناً بعملية الإدراج (الإيداع) ، وتكون متخصصة في هذه المهمة ، كما هو الحال في جمهورية مصر العربية ، حيث تتولى عملية الإدراج والحفظ المركزي للأوراق المالية في بورصتي القاهرة والإسكندرية شركة مصر للمقاصة والتسوية والحفظ المركزي ، بالإضافة إلى مهامها في قيد المعاملات التي ترد على الأوراق المالية المدرجة وتسوية الحسابات الناتجة عن عمليات التداول .(١)

ثم تأتي مرحلة أخرى على الأوراق المالية ؛ وهي عمليات البيع والشراء بين المستثمرين ، والتي تعرف بالتداول ، حيث تتم هذه العملية بواسطة شركات وساطة مالية تتولى عمليات البيع والشراء نيابة عن المستثمرين بموجب تفويض يمنحه هؤلاء المستثمرون لتلك الشركات لتتولى عمليات التداول نيابة عنهم .

ثم إنّ هناك عملية أخرى تتداخل في عمليات تداول الأوراق المالية ، ألا وهي عمليات التسوية والمقاصة التي تقوم بها عادة إدارات خاصة في بورصات الأوراق المالية ، كما هو عليه الحال في معظم الدول (٢) ، بينما تتولى في بعض الدول هذه المهمة شركات خاصة تتولى نشاط الإيداع والقيد المركزي للأوراق المالية كما في مصر حيث تتولى هذه المهمة شركة مصر للمقاصة والتسوية والحفظ المركزي ، والتي تهدف فيها هذه الشركة إلى العمل على تحديد صافي حقوق والتزامات شركات الوساطة المالية وتسوية المراكز المالية الناشئة عن عمليات تداول الأوراق المالية ، ثم نقل ملكيتها من حساب مستثمر إلى حساب مستثمر آخر .(٣)

---

(1) انظر في تفصيل ذلك قانون الإيداع والقيد المركزي المصري رقم ٩٣ لسنة ٢٠٠٠ .

(2) انظر قرار هيئة الأوراق المالية والسلع في دولة الإمارات العربية المتحدة رقم ٢ لسنة ٢٠٠١ بشأن النظام الخاص بالتداول والمقاصة والتسويات ونقل الملكية وحفظ الأوراق المالية .

(3) د.هشام فضلي ، تداول الأوراق المالية والقيد في الحساب ، ط ١ ، دار الجامعة الجديدة للنشر ، الإسكندرية ، مصر ، ٢٠٠٥ ، ص ٦٣ .

وللإحاطة بموضوع المعاملات التي ترد على الأوراق المالية المدرجة في البورصة ينبغي ابتداءً الإشارة إلى عمليات إدراج (إيداع) الأوراق المالية وقيدها في البورصة ، ثم عمليات تداول الأوراق المالية المدرجة في البورصة .

لذلك سنتناول هذين الموضوعين في الفرعين التاليين كما يلي :

الفرع الأول : عمليات إدراج (إيداع) الأوراق المالية وقيدها في البورصة .

الفرع الثاني : عمليات تداول الأوراق المالية المدرجة في البورصة .

الفرع الأول

عمليات إدراج (إيداع) الأوراق المالية وقيدها في البورصة

يتضمن البحث في عمليات إدراج أو إيداع الأوراق المالية وقيدها في البورصة تعريفها أولاً ، ثم بيان شروط الإدراج ثانياً ، ومن ثم التعرف على مضمون الإدراج ثالثاً .

أولاً : تعريف الإدراج :

إدراج أو إيداع الأوراق المالية هو نظام يهدف إلى جمع الأوراق المالية وحفظها مركزياً لدى جهة واحدة ، هي عادة إدارة تابعة للبورصة ، وتوكل في بعض الدول إلى شركات متخصصة في هذا الإدراج ، وبعد هذه المرحلة يتم التعامل على الأوراق المالية المدرجة من خلال قيود دفترية ، حيث يتم لدى الجهة المقيد لديها تلك الأوراق فتح حساب لكل مستثمر بعدد ما يملك من أوراق مالية ، وعندما يقوم المستثمر بإصدار أمر لوسيطه المالي ببيع بعض الأوراق المالية التي يملكها ، فإن ذلك يتم بواسطة النقل من رصيد حساب ذلك المستثمر إلى رصيد حساب المشتري ، من خلال حسابات شركات الوساطة المالية ، دون أن تتم عملية تسليم وتسلم للصكوك التي تمثل الأوراق المالية محل عملية التداول . [1]

(1) د.عاشور عبدالجواد عبدالحميد ، مرجع سابق ، ص ١٣٨.

ويشترط لتداول الأوراق المالية في البورصة – ابتداءً – أن يتم إدراجها فيها وفق الأحكام والشروط التي نصت عليها التشريعات المنظمة لبورصات الأوراق المالية ، ويتم الإدراج بتقديم طلب من قبل الجهة المصدرة للورقة المالية المعنية بالإدراج إلى الجهة المختصة لغرض إدراج تلك الورقة المالية في البورصة ، وبالتالي تصلح لأن تكون محلاً للتداول بين المتعاملين .[١]

وبذلك يعني إدراج أو قيد الأوراق المالية إيداعها ، ومن ثم قبولها في الجداول المعتمدة لدى بورصة الأوراق المالية بالشكل الذي يرتب واجباً قانونياً على الجهات المصدرة لتلك الأوراق من شركات مساهمة وغيرها بالالتزام بالقواعد والأحكام الخاصة بالإدراج ، سواء منها السابقة أم اللاحقة على الإدراج ، بالإضافة إلى القواعد والأنظمة واللوائح التي تقررها الجهات الحكومية بما فيها الهيئات العامة للأوراق المالية وإدارات البورصات .[٢]

وقد أوجب المشرع الإماراتي على شركات المساهمة المؤسسة في الدولة من غير المملوكة بالكامل للحكومة الاتحادية أو أيّ من الحكومات المحلية ، أن تتقدم بطلبات الإدراج في بورصات الأوراق المالية المرخصة في الدولة وذلك خلال ثلاثين يوماً من تاريخ إخطارها بالإدراج ، وإلا تعرضت لوقف النشاط .[٣]

(1) المادة ٥ من قرار مجلس الوزراء في دولة الإمارات العربية المتحدة رقم ١٢ لسنة ٢٠٠٠ بشأن النظام الخاص بإدراج الأوراق المالية والسلع ، وبشكل مفصل من المادة ٧ حتى المادة ١٦ من نفس القرار ؛ الفقرة الأولى من المادة ١٥ التي حددت المكان الذي يتم فيه إدراج وتداول الأوراق المالية وهو بورصة الأوراق المالية ، كما حظرت نفس المادة إدراج نفس الورقة المالية في أكثر من بورصة ، واستثناءً أجازت إدراج الورقة المالية في بورصتي القاهرة والإسكندرية برسم واحد يقسم بينهما ، كما حددت المادة ١٦ من قانون سوق رأس المال المصري رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ نوعين من جداول القيد في البورصة المصرية (جداول رسمية وأخرى غير رسمية) حيث تدرج فيها الأوراق المالية التي لا تتوافر فيها شروط القيد في الجداول الرسمية وكذلك الأوراق المالية الأجنبية .

(2) صالح راشد الحمراني ، مرجع سابق ، ص ٢٩٩ .

(3) المادة ٥ من قرار مجلس الوزراء في دولة الإمارات العربية المتحدة رقم ١٢ لسنة ٢٠٠٠ بشأن النظام الخاص بإدراج الأوراق المالية والسلع ، وقد أوجبت تشريعات أخرى على ذلك ، ومنها قانون الأوراق المالية الأردني رقم ٧٦ لسنة ٢٠٠٢ في المادة ٧٢ / ب منه والمادة ٤ من تعليمات إدراج الأوراق المالية في بورصة عمّان لسنة ٢٠٠٤ دون منح مهلة للشركات المصدرة في تقديمها لطلبات الإدراج مما يدل أن طلبات الإدراج يجب أن تكون على الفور .

إلا أن المشرع المصري كان في ذلك أكثر صراحة عندما أوجب على عضو مجلس إدارة الشركة المصدرة المنتدب أو الشريك أو الشركاء المديرين بحسب الأحوال ، أن يتقدموا إلى جميع بورصات الأوراق المالية بطلب لإدراج الأسهم التي تم الاكتتاب عليها لتقيد في جداول الأسعار ، وذلك خلال سنة على الأكثر من تاريخ قفل باب الاكتتاب أو خلال الثلاث أشهر التالية لنشر ميزانية السنة الثالثة ، عندما لا تكون الأسهم قد طرحت للاكتتاب العام تحت طائلة مسئولية الأشخاص الملزمين بهذا الواجب في حالة عدم تقيدهم بهذا الواجب .[1]

ثانياً : شروط الإدراج :

يشترط لإدراج الأوراق المالية في البورصة أن تتم موافقة هيئة الأوراق المالية والسلع على ذلك الإدراج ، حيث تقدم طلبات إدراج الأوراق المالية إليها ، وهي الجهة العليا التي تشرف وتراقب أعمال البورصات المرخصة في الدولة .[2]

وقد حدد المشرع الإماراتي الشروط المطلوبة لإدراج الأوراق المالية في البورصات المرخصة في الدولة وفقاً للفئة التي تخضع الشركة طالبة الإدراج لتصنيفها ، واشترط لتصنيف الشركة من الفئة الأولى ما يلي :[3]

١. أن تكون الشركة المصدرة مقيدة لدى وزارة الاقتصاد .
٢. أن يكون قد مضى على تأسيس الشركة مدة لا تقل عن سنتين صدرت عنهما ميزانيتان مدققتان من قبل مدقق الحسابات المعتمد .
٣. حصول الشركة المصدرة على موافقة هيئة الأوراق المالية والسلع على إدراج أوراقها المالية في البورصة .

---

(1) المادة ١٢٧ من اللائحة التنفيذية لقانون الشركات المصري رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١ .

(2) المواد ٢ ، ٧ وما بعدها حتى المادة ١٦ من قرار مجلس الوزراء في دولة الإمارات العربية المتحدة رقم ١٢ لسنة ٢٠٠٠ بشأن النظام الخاص بإدراج الأوراق المالية والسلع .

(3) المادة ٦ من قرار مجلس الوزراء في دولة الإمارات العربية المتحدة رقم ١٢ لسنة ٢٠٠٠ بشأن النظام الخاص بإدراج الأوراق المالية والسلع المعدلة وفقاً للمادة ٢ من قرار مجلس الوزراء رقم ١٦ لسنة ٢٠٠٤

٤. أن لا تقل القيمة المدفوعة من رأسمال الشركة عن ٣٥% من رأس المال المكتتب فيه أو عن ٢٥ مليون درهم أيهما أعلى .

٥. تساوي جميع حقوق المساهمين بالنسبة للفئة الواحدة من الأوراق المالية.

٦. أن لا تقل حقوق المساهمين عن رأس المال المدفوع .

٧. إثبات انعقاد الجمعية العمومية العادية للشركة مرة واحدة في السنة على الأقل .

٨. التزام الشركة بنشر ميزانيتها ونتائج أعمالها في وسائل النشر اليومية قبل السماح بتداول أسهمها في البورصة .

٩. خضوع عملية الإدراج لأية شروط أخرى مستقبلية يفرضها مجلس إدارة هيئة الأوراق المالية والسلع .

١٠. أما إذا لم يتوافر للشركة طالبة الإدراج شرط أو أكثر من الشروط المقررة لتصنيف الفئة الأولى أو الشروط الأخرى التي يقررها مجلس إدارة الهيئة ، عند ذلك تصنف الشركة ضمن الفئة الثانية .

١١. أما ما يتعلق بإدراج الأوراق المالية للشركات الأجنبية وسندات وأدوات الدين لتلك الشركات فتخضع لشروط الإدراج التي يقررها مجلس إدارة الهيئة .

ثالثاً : مضمون الإدراج :

يخضع إدراج الأوراق المالية في دولة الإمارات العربية المتحدة لأحكام القرار الصادر عن مجلس الوزراء رقم ١٢ لسنة ٢٠٠٠ في شأن النظام الخاص بإدراج الأوراق المالية والسلع .[1]

(1) المادتين ٣٠ و ٣١ من القانون الاتحادي رقم ٤ لسنة ٢٠٠٠ بشأن هيئة وسوق الإمارات للأوراق المالية والسلع .

ولم يرد في القانون الإماراتي تعريف لمفهوم الإدراج ، أما المشرع المصري فقد عرّفَ "الإيداع المركزي" بأنه " كل نشاط يتناول إيداع وحفظ الأوراق المالية وإجراء المقاصة وتسوية المراكز المالية الناشئة عن عمليات التداول ونقل ملكية الأوراق المالية عن طريق القيد الدفتري ."(١)

وقد حدد المشرع الإماراتي الأوراق المالية التي يقتصر إدراجها في بورصات الدولة بأسهم الشركات المساهمة المؤسسة في الدولة أو التي تتخذ منها مقراً رئيساً لها ، وكذلك أسهم الشركات الأجنبية التي يوافق مجلس إدارة هيئة الأوراق المالية والسلع على إدراجها ، بالإضافة إلى سندات وأدوات الدين التي يوافق المجلس على إدراجها ، وأية أوراق مالية أخرى يوافق المجلس على إدراجها .(٢)

وتقدم طلبات الإدراج لهيئة الأوراق المالية والسلع على نماذج معدة لذلك ، ويجب أن يُرفق بطلب الإدراج المستندات التالية بالنسبة لأسهم شركات المساهمة :(٣)

١. تقرير صادر عن مجلس إدارة الشركة (سوف نتناول تفاصيل هذا التقرير في الفصل الأول ضمن موضوع 'النطاق الموضوعي للإفصاح والشفافية) .

٢. البيانات المالية للشركة عن السنتين السابقتين للإدراج ، بالإضافة إلى البيانات المالية المرحلية عن السنة السابقة على الإدراج .

(1) المادة ٢ من قانون الإيداع والقيد المركزي للأوراق المالية المصري رقم ٩٣ لسنة ٢٠٠٠ .

(2) المادة ٤ من قرار مجلس الوزراء لدولة الإمارات العربية المتحدة رقم ١٢ لسنة ٢٠٠٠ بشأن النظام الخاص بإدراج الأوراق المالية والسلع ، أما إدراج الأوراق المالية وإيداعها في البورصة المصرية فيخضع لقانون الإيداع والقيد المركزي للأوراق المالية رقم ٩٣ لسنة ٢٠٠٠ ولائحته التنفيذية ، وتختص بعمليتي إيداع الأوراق المالية وقيدها شركة متخصصة ، ومرخص لها بذلك ، وانظر في هذا الشأن المادة الأولى من القانون المذكور .

(3) المادة ٧ / أولاً من قرار مجلس الوزراء لدولة الإمارات العربية المتحدة رقم ١٢ لسنة ٢٠٠٠ بشأن النظام الخاص بإدراج الأوراق المالية والسلع .

أما بالنسبة إلى الأوراق المالية الأخرى بما فيها سندات الدين ، فقد أوجب المشرع الإماراتي أن يرفق بالطلب البيانات التالية [(١)]

١. الجهة المصدرة للورقة المالية المطلوب إدراجها ، مع البيان الصادر عن مدير الاكتتاب .

٢. قيمة الورقة المالية المطلوب إدراجها .

٣. عائد الورقة المالية والتاريخ المحدد لاستحقاقه .

٤. نوع الاكتتاب .

٥. تاريخ ورقم الإصدار المطلوب إدراج الأوراق المالية الخاصة به .

هذا ، ويوجد ارتباط وثيق بين كل من الإفصاح والشفافية من جهة ، والإدراج من جهة ثانية ، ومدى انضباط الجهات المدرجة أو طالبة الإدراج بمتطلبات وشروط الإفصاح ، ومن قبله الإدراج في البورصة ، وقد ظهر هذا الارتباط واضحاً جلياً من خلال الإجراءات التي فرضها المشرع بأن أعطى الحق للهيئة بتعليق إدراج الورقة المالية التي لا تلتزم بتطبيق مبدأ الإفصاح والشفافية وتتأخر عن الإدلاء ببياناتها [(٢)] ، ويحق للهيئة إلغاء إدراج الورقة المالية للجهة المتخلفة عن هذا الإفصاح إذا ما استمر التعليق مدة ستة أشهر فأكثر .[(٣)]

(1) المادة (٧ / ثانياً) من قرار مجلس الوزراء لدولة الإمارات العربية المتحدة رقم ١٢ لسنة ٢٠٠٠ بشأن النظام الخاص بإدراج الأوراق المالية والسلع .

(2) المادة ٢٠ من قرار مجلس الوزراء لدولة الإمارات العربية المتحدة رقم ١٢ لسنة ٢٠٠٠ بشأن النظام الخاص بإدراج الأوراق المالية والسلع .

(3) المادة ٢٢ من قرار مجلس الوزراء لدولة الإمارات العربية المتحدة رقم ١٢ لسنة ٢٠٠٠ بشأن النظام الخاص بإدراج الأوراق المالية والسلع .

الفرع الثاني

عمليات تداول الأوراق المالية المدرجة في البورصة

يترتب على إدراج الأوراق المالية في البورصة ما يلي من آثار ، وهي :

١. اندماج الأوراق المالية من ذات النوع والإصدار والعملة لجميع المستثمرين ، ولا يحق لأي طرف التمسك بحق أو التزام على أوراق بذاتها ، بحيث تتحول تلك الأوراق المدرجة من أوراق معينة بذاتها إلى أوراق مثلية معينة بنوعها ، ويكون لصاحب الورقة المالية الحق في عدد معين من الأوراق المالية ، وليس بأرقام معينة من تسلسلات الأوراق المالية .[1]

٢. يتم تزويد مالك الورقة المالية التي تم إدراجها وقيد العملية التي تمت عليها لصالحه ، بياناً برصيده من الأوراق المالية ، ويقوم هذا البيان مقام صكوك الأوراق المالية .[2]

٣. لا تتم عمليات تسليم وتسلم لصكوك مادية للأوراق المالية ، وإنما تتم عمليات مقاصة وتسوية الحسابات بين البائعين والمشترين لتلك الأوراق .[3]

وعلى أثر إدراج الأوراق المالية في البورصة يتم التعامل على تلك الأوراق بالبيع والشراء (التداول) ، ونتيجة لتلك العمليات تتم جملة من العمليات المرتبطة كأوامر صادرة من المستثمر إلى وسيطه المالي متضمنة طلبه بالبيع أو الشراء ، ثم عمليات البيع والشراء التي تتم عن طريق الوسيط ، وانتقال تلك الأوراق من حساب مستثمر لحساب مستثمر آخر ، وما يتبع ذلك من عمليات مقاصة وتسوية الحسابات بين أطراف الصفقة .

---

(1) د.عاشور عبدالجواد عبدالحميد ، مرجع سابق ، ص ١٤٢- ١٤٣ ؛ المادة ١/٨ من قانون الإيداع والقيد المركزي للأوراق المالية المصري رقم ٩٣ لسنة ٢٠٠٠ .

(2) المادة (٢ / ٣) من اللائحة التنفيذية لقانون الإيداع والقيد المركزي للأوراق المالية المصري رقم ٩٣ لسنة ٢٠٠٠.

(3) د.عاشور عبدالجواد عبدالحميد ، مرجع سابق ، ص ١٤٣ .

أولاً : أنواع عمليات تداول الأوراق المالية :

يوجد نوعان من عمليات التداول على الأوراق المالية المدرجة في البورصة ، وهي العمليات العاجلة ، والعمليات الآجلة ، ولكل منهما مفهومه وأحكامه الخاصة .

حيث يقصد **بالعمليات العاجلة** : العمليات التي تتم في تاريخ محدد ويلتزم أطرافها بتنفيذها في الحال ، وذلك بانتقال ملكية الأوراق المالية التي تمت بشأنها العملية من حساب البائع إلى حساب المشتري ، وبانتقال ثمنها من حساب المشتري إلى حساب البائع ، في حال إجراء العملية خلال مدة قصيرة لا تتعدى ثمانٍ وأربعين ساعة من إبرام الصفقة .(١)

بينما يقصد **بالعمليات الآجلة** : العمليات التي تتم في البورصة في تاريخ محدد ويلتزم أطرافها بتنفيذها في تاريخ لاحق يتفق عليه يسمى بيوم التصفية ، يتم فيه انتقال ملكية الأوراق المالية من حساب البائع إلى حساب المشتري ، وبانتقال الثمن من حساب المشتري إلى حساب البائع ، وغالباً ما يكون الغرض من هذه العمليات هو حصول المستثمر على الربح المتمثل في الفرق بين سعر الأوراق المالية في اليوم الذي تمت فيه الصفقة وسعرها في يوم التصفية .(٢)

ثانياً : نظام تداول الأوراق المالية :

يخضع تداول الأوراق المالية إلى جملة من الشروط والإجراءات ، فلا بد أن يتم هذا التداول للأوراق المالية ضمن مكان معين هو بورصة الأوراق المالية ، كما لا بد من أن يتم التداول على أوراق مالية مدرجة ومسجلة في البورصة ، إضافة إلى أنه يجب أن يتم بواسطة وسيط مالي هو عبارة عن شركة وساطة مالية مرخص لها من قبل الجهة المختصة بمزاولة أعمال الوساطة المالية ، لذلك سيتم التطرق إلى هذه الشروط في الفقرات التالية :

---

(1) د.أحمد محمد لطفي ، مرجع سابق ، ص ٢١٣ ؛ محمد يوسف ياسين ، مرجع سابق ، ص ١٠٩ .

(2) د.أحمد محمد لطفي ، مرجع سابق ، ص ٢٥٧ ؛ محمد يوسف ياسين ، مرجع سابق ، ص ١٠٩ .

١. التداول في بورصة أوراق مالية مرخصة :

حيث تتوافر فيها كافة مستلزمات الأمان والحماية اللازمة للمتعاملين في الأوراق المالية ، بالإضافة إلى الرقابة المستمرة من قبل الأجهزة المختصة في البورصة .[١]

٢. التداول بالأوراق المالية المدرجة في البورصة :

حيث تنص على هذا الشرط التشريعات المنظمة لبورصات الأوراق المالية ، بالشكل الذي يتم فيه التعامل فقط على الأوراق المالية المدرجة في البورصة وفقاً لإجراءات الإدراج المنصوص عليها في التشريعات المذكورة [٢] ، بل حتى العمليات التي تتم خارج البورصة يجب أن تخطر بها إدارة البورصة خلال مدة لا تتجاوز يومي العمل التاليين لعقد العملية .[٣]

٣. التداول بواسطة وسيط مالي مرخص :

حيث يشترط لصحة ونفاذ عملية البيع والشراء للأوراق المالية أن تتم من خلال وسيط مالي ، هو عبارة عن شركة مرخص لها بنشاط الوساطة في الأوراق المالية ، ولديها الخبرة الكافية للقيام بهذا النشاط ، وتتقاضى نتيجة ممارستها لهذا النشاط عمولة نسبية على الصفقات التي تتوسط فيها .[٤]

---

(1) د.طعمة الشمري ، أحكام تداول الأوراق المالية في القانون الكويتي ، بحث منشور في مجلة الحقوق ، كلية الحقوق ، جامعة الكويت ، السنة السابعة ، العدد الرابع ، الكويت ، ديسمبر ١٩٨٣ ، ص ٥٨- ٥٩ ؛ انظر نص المادة ١٥ من قانون سوق رأس المال المصري رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ .

(2) انظر المادة ٢ من القرار رقم ٢ لسنة ٢٠٠١ بشأن النظام الخاص بالتداول والمقاصة والتسويات ونقل الملكية وحفظ الأوراق المالية في أسواق الأوراق المالية في دولة الإمارات العربية المتحدة .

(3) المادة ٤ من القرار رقم ٢ لسنة ٢٠٠١ بشأن النظام الخاص بالتداول والمقاصة والتسويات ونقل الملكية وحفظ الأوراق المالية في أسواق الأوراق المالية في دولة الإمارات العربية المتحدة ، وقد فرض المشرع هذا الالتزام بالإبلاغ على عاتق الجهة التي يتم التعامل على أوراقها المالية خارج السوق .

(4) د.طعمة الشمري ، أحكام تداول الأوراق المالية في القانون الكويتي ، مرجع سابق ، ص٦١- ٦٢ ، انظر المادة ٢٥ من القانون الاتحادي رقم ٤ لسنة ٢٠٠٠ في شأن هيئة وسوق الإمارات للأوراق المالية والسلع ، والمادة ٦٩/ب من قانون الأوراق المالية الأردني رقم ٧٦ لسنة ٢٠٠٢ ، والمادة ٣٢٨ من قانون التجارة الكويتي رقم ٦٨ لسنة ١٩٨٠ والمادة ٣١ من القرار الوزاري في شأن إصدار اللائحة الداخلية لسوق الكويت للأوراق المالية الصادر بتاريخ ١٩٨٣.

ويقصد بالوسيط المالي أو سمسار الأوراق المالية حسب تعريف قانون بورصة الأوراق المالية الأمريكي لسنة ١٩٣٤ ، بأنه " أيّ شخص يتدخل لحساب الآخرين في إحداث صفقات في الأوراق المالية " .[١]

وتُعدّ شركات الوساطة المالية من أهم وأخطر المؤسسات العاملة في البورصة كونها قد تقرر لها بموجب القانون احتكار العمولة على جميع عمليات التداول في الأوراق المالية التي تتدخل فيها لحساب عملائها ، لذلك فقد قرر المشرع عليها جملة من الالتزامات سواء منها الالتزامات بصفتها تاجر ، أم الالتزامات والواجبات كونها وكيلاً عن المستثمر .[٢]

ويذهب الفقه في تكييف العلاقة القانونية التي تربط كلاً من الوسيط المالي وعملائه في ظل معاملات الأوراق المالية على أنها علاقة وكالة ، فهو يقوم بشراء وبيع الأوراق المالية لحساب عملائه ، وبالتالي فهو مسؤول تجاههم بواجب المقدرة والعناية المعتادة في هذا الخصوص ، وعليه واجب تنفيذ أوامر عملائه وتعليماتهم بكل دقة دون أي أخطاء وبأمانة ، وإذا ما أخطأ هو أو أحد تابعيه فيسأل عن ذلك الخطأ ويتحمل ما لحق عميله من خسائر ، كما يجب على الوسيط النصح وإرشاد عملائه عن أي عمليات قد يقدم عليها العميل ويرى الوسيط وجوب تجنبها ، ويجب على الوسيط الامتناع عن تحقيق أية أرباح من عمليات داخلية .[٣]

كما يجب على شركات الوساطة المالية وممثليها الالتزام بالتشريعات المنظمة لبورصات الأوراق المالية ، وخاصةً منها المتعلقة بالالتزام بالإفصاح والشفافية في تنفيذها لأوامر عملائها وبإبلاغ إدارة السوق والهيئة العامة للأوراق المالية بشكل خاص بكل ما من شأنه أن يمثل خرقاً لهذا الواجب ، وأن تلتزم

---

(1) المادة (A / ٤ / a / ٣) من القانون المذكور .

(2) صالح راشد الحمراني ، مرجع سابق ، ص ٢٧٥ ؛ أنظر المادة ٢٦ من القانون الاتحادي رقم ٤ لسنة ٢٠٠٠ في شأن هيئة وسوق الإمارات للأوراق المالية والسلع ؛ وقد نظم القرار رقم ١ لسنة ٢٠٠٠ بشأن النظام الخاص بالوسطاء الصادر عن رئيس مجلس إدارة هيئة الأوراق المالية والسلع ، الأحكام التي تخضع لها شركات الوساطة المالية في دولة الإمارات العربية المتحدة .

(3) د.محمد صالح جابر ، مرجع سابق ، ص ٨٧ .

بالعناية والحرص في مزاولة أعمال الوساطة المالية المرخص لها به وفقاً لمعيار الرجل الحريص .[١]

ثالثاً : دور سلطان الإرادة في المعاملات الواردة على الأوراق المالية :

يرى أنصار مبدأ سلطان الإرادة أن للإرادة السلطان الأكبر في إنشاء العقد ، وكذلك فيما يترتب عليه من آثار ، ويستوي ذلك حتى في العلاقات القانونية خارج نطاق العقد . ويرون في الفرد أنه غاية ومرتكز النظام الاجتماعي ، لذا فإن الجميع مسخرون لخدمته ، وهو لا يستكمل شخصيته إلا بحريته ، بل إن مظهر هذه الشخصية هي الإرادة الحرة المستقلة .[٢]

ويُعد هذا الموقف من أنصار مبدأ سلطان الإرادة تطرفاً عندما جعلوا للإرادة سلطاناً مطلقاً خلافاً للواقع ، إلا أن المنطق هو أن لا سلطان للإرادة في دائرة القانون العام بما فيها التشريعات المالية ، وحتى في نطاق القانون الخاص وبالتحديد في أحكام التزامات المتعاقدين نرى أنها محدودة بقيود النظام العام والآداب ، كما يضعف أثرها في بعض العقود التي تضع نظماً ثابتة للطوائف والجماعات كما في الجمعيات والشركات والنقابات .[٣]

ومن وجهة نظرنا فإنه ليس للإرادة سلطان في المعاملات الواردة على الأوراق المالية المدرجة في البورصة إلا بالقدر الذي يتعلق بإصدار المستثمر لأوامر الشراء أو البيع إلى وسيطه المالي ليقوم بدوره في إيصال الأمر إلى إدارة البورصة أو الجهة المنفذة لهذا الأمر . بل أكثر من ذلك فإن إرادة المستثمر لا

---

(1) انظر في ذلك الحكم الابتدائي الصادر عن المحكمة الابتدائية في إمارة دبي في القضية رقم ١٧٣٧٣ لسنة ٢٠٠٥ جنح في الجلسة المؤرخة ٢٠٠٥/١٠/٣١ والتي قضت على المتهمين فيها بالحبس مدة ثلاث سنوات ، وتغريم كل واحد منهم مبلغ مليون درهم ، وإبعاد المتهمين من غير جنسية دولة الإمارات عن الدولة ، وأن يؤدي المتهمون للمدعين بالحق المدني مليون درهم على سبيل التعويض المؤقت (حكم غير منشور) .

(2) د.عبدالرزاق احمد السنهوري ، الوسيط في شرح القانون المدني ، الجزء الأول (نظرية الالتزام بوجه عام – مصادر الالتزام) ، تنقيح المستشار احمد مدحت المراغي ، منشأة المعارف ، الإسكندرية ، مصر ، ٢٠٠٤ ، ص١٢٠ .

(3) المرجع السابق ، ص ١٢٥ .

تتدخل في اختيار الطرف الآخر من المعاملة ، بسبب أن أيٍ من الطرفين يجهل شخصية الطرف الآخر وذلك ضماناً لشفافية المعاملة .

وبالرغم من خضوع تحديد الأسعار في البورصات بشكل عام وبورصة الأوراق المالية بشكل خاص إلى جملة من العوامل الاقتصادية والسياسية والقانونية وغيرها من العوامل الأخرى ، إلا أنها في جميع الأحوال تخضع لتنظيم المشرع في جميع تفاصيلها ، بسبب أهمية هذا النشاط لاقتصاديات الدول ، لذلك أولى المشرعون في جميع الدول اهتمامهم وعنايتهم بوضعهم القواعد القانونية المنظمة للبورصة ، ولجميع مرافقها وأنشطتها ، ومنها موضوع الإفصاح والشفافية .

رابعاً : أوامر العملاء :

سبقت الإشارة إلى أن عمليات التداول في الأوراق المالية المدرجة في البورصة بين المتعاملين فيها تتم من خلال وسطاء ماليين ، هم عبارة عن شركات متخصصة ومرخص لها بمباشرة هذا النشاط ، وهو نشاط السمسرة أو الوساطة في الأوراق المالية ، وتتم عمليات التداول بتوجيه المتعاملين أوامر خاصة بالبيع أو الشراء إلى نظام التداول من خلال وسطائهم الماليين ، ليباشروا بدورهم إتمام عمليات البيع والشراء لحساب عملائهم . لذلك فإن هذه الأوامر هي بمثابة تفويض صادر من المستثمر يخول بموجبه وسيطه المالي في إجراء عملية بيع أو شراء لأوراق مالية بكيفية معينة .[1]

وتتعدد أوامر العملاء وذلك حسب اعتبارات معينة ، وهي تتدرج – بصفة عامة – تحت هاتين الفئتين من الأوامر ، فهي إما أن تكون من فئة الأوامر المحددة لسعر التنفيذ ، أو أن تكون من فئة الأوامر المحددة لوقت التنفيذ :

---

(1) عرفت المادة ٢٣ من قرار لجنة سوق الكويت للأوراق المالية رقم ١ لسنة ١٩٨٤ في شأن قواعد ونظم تداول الأسهم بالسوق (الأمر الخاص) بأنه " الأمر الذي يتضمن عرضاً لبيع كمية من الأسهم لا يقل عدد وحداتها عما تحدده إدارة السوق من وقت لآخر ، بشرط أن تكون صادرة عن شركة واحدة ومملوكة لشخص واحد أو بالاشتراك مع أحد أبويه أو زوجته وأبنائه" .

١) **الأوامر المحددة لسعر التنفيذ** : وتنقسم بدورها إلى كل من الأمر المحدد السعر ، وأمر السوق ، والأمر بسعر الافتتاح ، والأمر بسعر الإقفال ، وأمر الإيقاف ، وأمر الإيقاف المحدد .

أ. **الأمر المحدد السعر Order Limited** : وهو الأمر الذي يحدد فيه العميل السعر الذي يرغب به في بيع أو شراء ورقة مالية معينة طالباً من وسيطه المالي التنفيذ بالسعر الذي حدده له ، دون أن يعطي له أي مجال في الحيدة عن هذا السعر .[1]

ب. **الأمر بسعر السوق Market Order** : وهو الأمر الذي يطلب فيه العميل من وسيطه المالي بيع أو شراء أوراق مالية معينة بأفضل سعر يمكن أن يجري عليه التعامل في البورصة [٢] ، دون أن يحدد العميل في الأمر الصادر منه لوسيطه المالي سعر الورقة المالية المراد بيعها أو شرائها.[3]

ج. **الأمر بسعر الافتتاح On the Opening Order** : ويطلب فيه العميل من وسيطه بالبيع أو الشراء بالسعر الذي تفتتح فيه جلسة التداول .[4]

د. **الأمر بسعر الإقفال On the Close Order** : ويطّلب فيه العميل من وسيطه البيع أو الشراء بسعر مقارب للإقفال ، وينتهي هذا الأمر بانتهاء جلسة التداول .[5]

---

(1) الموقع الإلكتروني للهيئة العامة لسوق المال المصري www.cma.gov.eg ، ملخص لقواعد التداول في بورصتي القاهرة والإسكندرية ؛ وقد ورد تعريف هذا النوع من الأوامر في المادة (١/١٤) من القرار رقم ٤ لسنة ١٩٩٩ بشأن اعتماد قواعد وإجراءات التداول الآلي بسوق البحرين للأوراق المالية أثناء الفترة التجريبية الصادر عن رئيس مجلس إدارة السوق .

(2) الموقع الإلكتروني للهيئة العامة لسوق المال المصري www.cma.gov.eg ، ملخص لقواعد التداول في بورصتي القاهرة والإسكندرية .

(3) محمد يوسف ياسين ، مرجع سابق ، ص ١٠٢ ، وقد أشارت إلى هذا النوع من الأوامر المادة (١٨/ ٢) من القرار رقم ٤ لسنة ١٩٩٩ بشأن اعتماد قواعد وإجراءات التداول الآلي بسوق البحرين للأوراق المالية أثناء الفترة التجريبية الصادر عن رئيس مجلس إدارة السوق .

(4) صالح راشد الحمراني ، مرجع سابق ، ص ٣٣٤ .

(5) المرجع السابق ، ص ٣٣٤ .

هـ. **أمر الإيقاف Stop Order** : ويطلب فيه العميل من وسيطه البيع أو الشراء إذا بلغ السعر حداً معينـــاً أو تجاوزه ، فيتحول عند ذاك إلى سعر الســـوق .[١]

ي. **أمر الإيقاف المحدد Stop Limit Order** : ويحدد فيه العميل لوســـيطه البيع بأحد سعرين يتراوح بينهما صعوداً ونزولاً ، دون أن يتخطاهما سواء في الشراء أم في البيـــع .[2]

٢) **الأوامر المحددة لوقت التنفيذ** : وتشتمل على أربع صور من الأوامر ، وهي الأوامر المحددة المدة ، والأوامر المفتوحة المدة ، وأوامر التنفيذ فـــي الحـــال ، وأوامر التنفيذ على الإلغاء . وهي كما يلي :

أ. **الأمر المحدد المدة** : ويحدد فيه المتعامل تاريخاً معينـــاً لانتهـــاء ســـريانه ، بشرط عدم تجاوز هذا التحديد تاريخ اليوم الأخير في الشهر .[3]

ب. **الأمر المفتوح المدة** : يبقى هذا الأمر ساري المفعول حتى يتم تنفيذه أو يقرر المستثمر إلغاءه .[4]

ج. **أمر التنفيذ في الحال** : ويتم فيه تنفيذ الكمية الممكنة علـــى الـــسعر المحـــدد للأمر مباشرة ، وإلغاء الكمية المتبقية غير الممكنة .[5]

د. **أمر التنفيذ على الإلغاء** : ويتم على أساس تنفيذ كامل الكميـــة التـــي حـــددها المستثمر في الأمر وعلى السعر المحدد فيه ، أو إلغائه في حال عـــدم إمكانيـــة تنفيذ الكمية كاملة .[6]

---

(1) د.منير إبراهيم هندي ، الأوراق المالية وأسواق رأس المال ، مرجع سابق ، ص ١٣١.
(2) المرجع السابق ، ص ١٣٣ .
(3) الموقع الالكتروني لمركز إيداع الأوراق المالية الأردني www.sdc.com.jo صفحة مصطلحات .
(4) د.منير إبراهيم هندي ، الأوراق المالية وأسواق رأس المال ، مرجع سابق ، ص ١٢٩.
(5) الموقع الالكتروني لمركز إيداع الأوراق المالية الأردني www.sdc.com.jo .
(6) المرجع السابق .

وهناك من الأوامر ما يجمع بين سعر التنفيذ ووقت التنفيذ وهي ، الأمر المحدد للسعر خلال فترة معينة ، والأمر المفتوح في حدود سعر معين .(١)

كما يوجد الأمر اليومي ، وهو الأمر الذي يظل سارياً حتى موعد الإقفال في يوم التداول الذي صدر خلاله الأمر .(٢)

كما توجد أنواع أخرى من الأوامر ، ومنها على سبيل المثال الأوامر المرتبطة ، ويقصد بها أن يصدر أمر شراء مثلاً من عميل إلى نظام التداول من خلال وسيطه المالي على أن يربط هذا الشراء بعملية بيع لأوراق معينة يملكها والعكس صحيح .(٣)

وهناك أيضاً الأمر حسب مقتضى الحال أو التقديري ، وهو الأمر المتضمن تفويضاً من العميل لوسيطه المالي بالبيع أو الشراء حسب التقدير الشخصي للوسيط ، وقد يكون هذا التفويض مطلقاً من حيث نوع الورقة المالية وسعرها ووقت تنفيذ الأمر ، كما قد يكون مقيداً بورقة معينة بينما يترك للوسيط الحرية في توقيت التنفيذ والسعر ، ويمتاز هذا الأمر بمنح الوسيط قدر كبير من المرونة بالشكل الذي يمكنه من التصرف بسرعة دون انتظار لأوامر العميل .(٤)

وهناك تقسيمات أخرى للأوامر الصادرة من العملاء إلى وسطائهم ، منها تقسيم الأوامر من حيث الكمية إلى الأمر وفق وحدة التداول الكسرية ، والأمر لأقل من وحدة التداول الكسرية ، وهناك تقسيم للأوامر من حيث مرونتها إلى الأمر المشروط ، والأمر البديل ، والأمر الملغى ، والأمر المتدرج .(٥)

(1) د.منير إبراهيم هندي ، الأوراق المالية وأسواق رأس المال ، مرجع سابق ، ص ١٣٠.

(2) انظر المادة (١٨/ ٣) من القرار رقم ٤ لسنة ١٩٩٩ بشأن اعتماد قواعد وإجراءات التداول الآلي بسوق البحرين للأوراق المالية أثناء الفترة التجريبية الصادر عن رئيس مجلس إدارة السوق .

(3) محمد يوسف ياسين ، مرجع سابق ، ص١٠٣- ١٠٤ .

(4) د.منير إبراهيم هندي ، الأوراق المالية ، وأسواق رأس المال ، مرجع سابق ، ص١٣٤.

(5) صالح راشد الحمراني ، مرجع سابق ، ص٣٣٩- ٣٤٧ .

خامساً : نظام المقاصة والتسوية :

تتم على إثر كل عملية بيع أو شراء لأوراق مالية مُدرجة في البورصة عمليات مقاصة وتسوية للحسابات المتبادلة لأطراف الصفقات التي تمت ، وذلك لغرض تحديد حقوق والتزامات الوسطاء الماليين المفوضين من قبل الأطراف ، وتسوية المراكز الناشئة عن عمليات التداول بين أطراف تلك الصفقات ، ثم إتمام عملية نقل ملكية الأوراق المالية التي تمت عليها الصفقات من حساب مستثمر لحساب مستثمر آخر .[١]

ويقوم نظام المقاصة والتسوية الذي يحكم الآثار القانونية لعمليات تداول الأوراق المالية في البورصة على المبادئ التالية :

أ) تنفيذ الالتزامات الناشئة عن الصفقة بمعرفة الوسطاء الماليين ، وبإشراف إدارة المقاصة في البورصة كما في أسواق الإمارات ، أو شركة المقاصة والقيد المركزي كما في مصر .[2]

ب) إن العلاقات تتم ما بين العميل ووسيطه المالي حلقة أولى ، والوسيط المالي وإدارة المقاصة والتسوية حلقة ثانية ، وهكذا بالنسبة إلى جميع صفقات البيع والشراء ، وليس بين عميل وعميل آخر ولا بين وسيط ووسيط آخر .

ج) إن من الثابت عدم انتقال ملكية الأوراق المالية بما فيها أسهم الشركة المدرجة التي يتم التداول على أوراقها المالية من مستثمر إلى مستثمر آخر إلا منذ تاريخ قيدها في سجل الأسهم لدى تلك الشركة ، إلا أن ذلك لا يؤثر في استحقاق المشتري لريعها من تاريخ حصول عملية البيع للسهم [٣] ، وهذا ما استقرت عليه أحكام القضاء بما فيها الأحكام الصادرة عن القضاء الإماراتي ،

(1) د.هشام فضلي ، تداول الأوراق المالية والقيد في الحساب ، مرجع سابق ، ص ٦٣ .
(2) المرجع السابق ، ص ٦٢ .
(3) انظر المادة ١٦٢ من القانون الاتحادي لدولة الإمارات العربية المتحدة رقم ٨ لسنة ١٩٨٤بشأن الشركات التجارية ، التي نصت على انتقال ملكية الأسهم من تاريخ قيد التصرف في سجل الأسهم لدى الشركة المصدرة .

حيث صدر عن محكمة تمييز دبي ما يذهب في هذا الاتجاه في أن عقد بيع الأسهم يولد التزاماً على البائع بنقل ملكيتها إلى المشتري مما يترتب عليه استحقاق مشتري السهم لريعه منذ تاريخ الشراء بالرغم من أن انتقاله من المالك السابق إلى المالك الحالي لا يتم إلا من تاريخ قيد العملية في السجل الخاص بالأسهم لدى الشركة المصدرة .[1]

وفي هذه المناسبة يثور سؤال هام حول الوقت الذي يستحق فيه المستثمر لريع الورقة المالية التي قررت الشركة توزيع الأرباح فيها ، هل هو المالك السابق للورقة المالية أم المالك الحالي ؟

عندما يقرر مجلس إدارة الشركة المصدرة توزيع الأرباح سواء منها النقدية أم منح الأسهم فيحدد كذلك تاريخ استحقاق المساهمين لتلك التوزيعات بالشكل الذي لا يعطي مجالاً للشك في تحديد الأشخاص المستحقين لتلك الأرباح .

إلا أن المشكلة قد تثور عندما يحدث خطأ في انتقال ملكية الورقة المالية وثمنها بين طرفي الصفقة ، بصرف النظر عن مصدر ذلك الخطأ سواء صدر من أي من الوسيطين أو كلاهما بأن حدث تأخير من الوسيط في تنفيذ الأمر الصادر له من موكله (المستثمر) ، أو إذا كان مصدر الخطأ هو إدارة المقاصة في البورصة أو من شركة المقاصة بأن تراخت في تسوية الحسابات بين الطرفين ، وفي هذه الحالة تتحمل الجهة التي ارتكبت الخطأ المسؤولية عن الأضرار التي تعرض لها المستثمر نتيجة ذلك الخطأ ، ويستحق المستثمر التعويض عندها وفقاً لقواعد المسؤولية العقدية إذا كان الوسيط هو مصدر الخطأ تجاه عميله المتضرر ، أو وفقاً لقواعد المسؤولية التقصيرية إذا كان مصدر الخطأ هو طرف آخر كإدارة المقاصة في البورصة أو شركة المقاصة .

---

(1) انظر الحكم الصادر عن محكمة التمييز في إمارة دبي بتاريخ ٢٠٠٢/٦/٨ في الطعن رقم (١٥٥/ ٢٠٠٢) طعن حقوق ، القاعدة رقم ٨٦ ، مجموعة الأحكام والمبادئ القانونية في المواد المدنية والتجارية ، العدد ١٣ سنة ٢٠٠٢ حقوق ، المكتب الفني ، محكمة التمييز ، دبي ، الإمارات العربية المتحدة ، ص ٥٠٣ .

وبعد الانتهاء من موضوعات المبحث التمهيدي الذي تركزت في بيان ماهيـــة بورصة الأوراق المالية ، حيث تمحورت ابتداءً في التعريـــف ببورصـــة (ســوق) الأوراق المالية ، ثم التعريف بالأوراق والأدوات المالية المتداولة في البورصـــة ، وأخيراً التعريف بمعاملات بورصة الأوراق المالية ، يجدر بنا لغرض دراسة مبـــدأ الإفصاح والشفافية في المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية المتداولة في البورصـــة أن ننتقل إلى الفصل الأول لبيان ماهية مبدأ الإفصاح والشفافية ونطاق تطبيقه .

الفصل الأول

ماهية مبدأ الإفصاح والشفافية ونطاق تطبيقه

الفصل الأول

ماهية مبدأ الإفصاح والشفافية ونطاق تطبيقه

تمهيد وتقسيم :

لا شك في أن التعامل بالأوراق المالية فن وعلم له قواعده وأصوله ، وبحاجة إلى مهارة لا يمتلكها أغلب المتعاملين في وقتنا الراهن ، وكذلك بحاجة إلى قدرة المتعاملين على استخدام التنبؤات القائمة على الدراسة والبحث والتشخيص الناجع للأوضاع ، ويتوقف نجاح هذا النوع من التعامل على عدة عوامل من أهمها : القدرة على التحليل لأسعار الأوراق المالية خلال الفترة السابقة ، والقدرة على التنبؤ بما سيكون عليه الحال في المستقبل ، بالإضافة إلى المتابعة والرصد الفوري لحركة أسعار الأوراق المالية ، والوقوف على مدى استعداد الأطراف فيها على البيع والشراء ، وبالتالي معرفة اتجاهات التعامل والأسعار [1] ، بالإضافة إلى القدرة على تحليل المعلومات والبيانات المالية المفصح عنها ، وتتوقف جميع تلك العوامل على ما يتوافر للمستثمر أو المحلل المالي من معلومات وبيانات عن تلك الأدوات وعن الجهات المصدرة لها ، ومدى الشفافية التي تتصف بها تلك المعلومات والبيانات .

ولاتخاذ القرارات المتعلقة بعالم المال والاقتصاد بشكل عام ، وببورصة الأوراق المالية بشكل خاص ، فإن توافر المعلومات وشفافيتها عناصر أساسية ، وحيث تعد بورصة الأوراق المالية من أركان العالم المالي والاقتصادي المعاصر ، وحلقة مهمة من حلقات عالمنا اليوم ، لذلك غدت المعلومات والإفصاح عنها وشفافيتها من عناصر قيام ذلك الكيان الذي يدعى بالبورصة ، وازدهاره ، واستمراريته ، وبالتالي ازدهار وتطور الاقتصاد بشكل عام .

---

(1) د.أمين السيد أحمد لطفي ، التحليل المالي لأغراض تقييم ومراجعة الأداء والاستثمار في البورصة ، الدار الجامعية ، الإسكندرية ، مصر ، ٢٠٠٦ ، ص ٧ .

ويعد مبدأ الإفصاح والشفافية من الأركان الأساسية التي تقوم عليها جميع البورصات ، وبشكل خاص بورصة الأوراق المالية ، فضلا عن كونه معياراً مهماً لقياس كفاءة البورصة وتطورها .

ويتوجب الالتزام بمبدأ الإفصاح والشفافية وتطبيقه من قبل جميع الأطراف المشاركة في العمليات التي تتم فيها ، ابتداءً من المتعامل وانتهاءً بالجهات المشرفة والرقابية على هذا النشاط ، بشكل يعزز الدور الرقابي للبورصة من جهة ، ويعمل على توفير الفرص للمتعاملين في الأوراق المالية المدرجة فيها من جهة ثانية ، وإن من العناصر الرئيسة للإفصاح هي المعلومات التي لا غنى لأي سوق مالي بشكل عام ، ولأي مستثمر بشكل خاص عنها ، ومثال على تلك المعلومات : المعلومات عن أسماء الجهات المصدرة للأوراق المالية كشركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم وغيرها من الجهات المصدرة ، إضافة إلى المعلومات عن أعضاء البورصة [١] ، بالإضافة إلى البيانات الدورية التي تتضمن حركة تداول الأوراق المالية ومؤشرات السوق .[٢]

وبالإضافة إلى الإعلان عن المعلومات التي تتعلق بالجهات المصدرة للأوراق المالية ، فهناك النشرات والمستندات الخاصة بالبيانات المالية على اختلاف أشكالها وأنواعها والتي تتضمنها القوائم المالية ، وتشتمل تلك المستندات على قائمة الأرباح والخسائر ، وقائمة التدفقات النقدية ، وقائمة الدخل ، بالإضافة إلى معلومات عامة عن أي جهة يرغب المستثمر في الحصول عليها ، وكذلك بيانات الأرباح ، والمؤشرات المالية ، وغيرها من المعلومات التي لا غنى لأي

(1) أعضاء البورصة (السوق) حسب المادة الثانية من قرار مجلس إدارة هيئة الأوراق المالية والسلع لدولة الإمارات العربية المتحدة رقم ٢ لسنة ٢٠٠٠ بشأن النظام الخاص بعضوية السوق هم كما يلي :
- الوسطاء المرخصون .
- الشركات المساهمة التي تم إدراج أوراقها المالية في السوق .
- أية جهة أخرى أدرجت أوراقها المالية في السوق .

(2) يقصد بمؤشر السوق : معدل أسعار الأوراق المالية لعدد محدد من الشركات المدرجة في البورصة ، بحيث يشير الرسم البياني للمؤشر بالارتفاع أو الانخفاض إلى وضع السوق صعوداً أو انخفاضاً ، ويعكس مدى الطلب على الأوراق المالية الممثلة في المؤشر ، انظر في تفصيل ذلك د. نصر علي طاحون ، مرجع سابق ، ص ١٥٩- ١٦٢.

مستثمر عنها .[١]

ولقد أولت الهيئات العامة للأوراق المالية وإدارات البورصات في كافة الدول أهمية كبيرة لنشر تلك المعلومات والبيانات وجميع ما يتعلق بالأنشطة التي تمارس فيها والتشريعات المنظمة لها ، وذلك من خلال إنشاء المواقع الالكترونية وإصدار النشرات الدورية وعقد الندوات والمؤتمرات الصحفية والتقارير اليومية التي تنشر في وسائل الإعلام المقروءة والمسموعة والمرئية ، والحرص على إيصال تلك المعلومات والبيانات إلى الجمهور بشكل عام ، وإلى المتعاملين منهم بشكل خاص ، وتوفيرها بشكل يتيح للجميع الحصول عليها بسهولة .

وبعد الانتهاء في المبحث التمهيدي الذي تناولنا فيه ماهية بورصة الأوراق المالية ، وذلك من خلال التعريف بالبورصة ، وبالأوراق والأدوات المالية المتداولة فيها ، وبالمعاملات التي ترد على تلك الأدوات ، نأتي إلى موضوع هذا الفصل لبيان ماهية مبدأ الإفصاح والشفافية ونطاق تطبيقه ، وذلك من خلال المباحث التالية :

المبحث الأول : ماهية مبدأ الإفصاح والشفافية .

المبحث الثاني : النطاق الموضوعي للإفصاح والشفافية .

المبحث الثالث : النطاق الشخصي للإفصاح والشفافية .

---

(1) ناصر الكتهل ، إدارة معلومات الشركات : شفافية المعلومة للجميع ، مقال منشور في مجلة (تداول) مجلة سوق الأسهم السعودية ، العدد الثاني ، خريف ٢٠٠٢ ، الموقع الالكتروني لسوق الأسهم السعودي: www.tadawul.com.sa .

المبحث الأول

ماهية مبدأ الإفصاح والشفافية

تمهيـــد وتقسيـــم :

إن المعاملات التي ترد على الأوراق المالية ومـــا يحـــيط بتلـــك الأوراق ومصدريها من معلومات وما يرتبط بها من بيانات مالية ، وبشكل رئيس ما يتطلب ذلك من واجب الإفصاح عن تلك المعلومات والبيانات وشـــفافيتها ، هـــي مـــسائل متشابكة لا يمكن فصل إحداها عن الأخرى ، لذلك كان لزامـــاً علـــى الباحـــث أن يتناول ابتداءً التعريف بالإفصاح والشفافية في المعلومات ، ثم بيان أهميته ، وأهمية المعلومات موضوع هذا المبدأ .

لذلك سيتم تقسيم هذا المبحث إلى المطلبين التاليين :

المطلب الأول : التعريف بالإفصاح والشفافية .

المطلب الثاني : أهمية المعلومات والإفصاح عنها في بورصة الأوراق الماليـــة .

المطلب الأول
التعريف بالإفصاح والشفافية

تمهيـد وتقسيـم :

من العبارات التي تتكرر كثيراً في وسائل الإعلام ، وعلـى ألـسنة أهـل الاختصاص والمتعاملين في الأوراق المالية وما يجري فيها من عمليـات التـداول بين المستثمرين ، مصطلح (الإفصاح والشفافية) ، الذي كثر الكلام عنه فـي وقتنـا الراهن ، إلا أن الكثيرين وخاصةً منهم المتعاملون في البورصـة قـد لا يـدركون مفهوم "الإفصاح والشفافية" ولا محتواه ومضمونه ، وما هي الحقـوق والواجبـات اللصيقة بهذا المبدأ ، وبالتالي فإن عدم إدراك المتعاملين لمفهـوم هـذا المبـدأ ولا لمضمونه قد يؤثر سلباً في العمليات التي يتدخلون فيها بائعين أو مـشترين لأوراق مالية معينة ، ذلك أن أغلب المتعاملين لا يهدفون من وراء الدخول فـي معـاملات بورصة الأوراق المالية إلاّ إلى جني الأربـاح دون أن يمنحـوا أنفـسهم فرصـة الاطلاع على كثير من المصطلحات الخاصة بها ، ومعرفة ماهية العمليات التي تتم فيها وبالتالي يعرضون أنفسهم للخسارة المؤكدة .

لذلك فإن متطلبات البحث تقتضي أن يتناول الباحث في موضوع التعريف بالإفصاح والشفافية عدداً من الموضوعات الفرعية ، هي كما يلي :

الفرع الأول: المقصود بالإفصاح والشفافية في المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية.

الفرع الثاني : نشأة مبدأ الإفصاح والشفافية وتطوره التاريخي .

الفرع الثالث : التمييز بين مبدأ الإفصاح والشفافية وما يشتبه به من مفاهيم .

الفرع الرابع : أثر مبدأ حسن النية في الإفصاح عن المعلومات وشفافيتها .

الفرع الأول

المقصود بالإفصاح والشفافية

لبيان المقصود بمبدأ الإفصاح والشفافية في نطاق بورصة الأوراق الماليـة لا بد من تناول تعريف مفهوم الإفصاح ومن ثم الشفافية ، لـذلك سـوف نتنـاول أولاً التعريـف اللغوي والاصطلاحي للإفصـاح ، ثم التعريـف اللغـوي والاصـطلاحي للشفافيـة .

أولاً : التعريف اللغوي والاصطلاحي للإفصاح :

يقصد بـ " الإفصاح " Disclosure ، لغـةً الفـصاحة وتعنـي : البيـان ، وأفصَحَ أي تكلَّمَ بالفَصاحَةِ ، وأفصَحَ الصبحُ أي بدا ضوؤه واسـتبان ، وكُـلُّ مـا وَضَحَ فقد أفصَحَ ، وأفصَحَ عن الشيء إفصاحاً إذا بَيَّنَهُ وكَشَفَهُ .[١]

أما المعنى الاصطلاحي للإفصاح فيعني من وجهة نظر بعض الباحثين: تعهد الجهات المصدرة للأوراق المالية بما فيها شركات المساهمة وشـركات التوصـية بالأسهم ، بنشر وإعلان البيانـات والمعلومـات والتقـارير المتعلقـة بنـشاطاتها وأوضاعها المالية والاقتصادية ، وتقديمها بصفة دورية – وكـذلك فـي الحـالات الاستثنائية – للجهات المشرفة والرقابية بما فيها الهيئات العامـة لـلأوراق الماليـة وإدارات البورصات ، وحملها إلى علم الجمهور ، وبشكل خاص إلـى المـساهمين الحاليين والمحتملين وغيرهم ، بكافة الوسائل التي تمكنهم من الاطلاع عليها .[٢]

---

(1) إبن منظور ، لسان العرب ، تحقيق : عبدالله علي الكبير و محمد أحمد حسب الله وهاشم محمد الشاذلي ، ج ٥ ، دار المعارف ، ١٩٨٤ ، ص ٣٤١٩- ٣٤٢٠ .

(2) د.عصام حنفي محمود ، التزام الشركات بالشفافية والإفصاح ، دار النهضة العربية ، القاهرة ، مصر ، ٢٠٠٦ ، ص ١٩ ؛ د.صالح البربري ، الممارسات غير المشروعة في بورصة الأوراق المالية ، مرجع سابق ، ص ١٨ ؛ د.صفوت عبدالسلام ، الشفافية والإفصاح والأثر على كفاءة سوق رأس المال مع التطبيق على سوق الكويت للأوراق المالية ، دار النهضة العربية ، القاهرة ، مصر ، ٢٠٠٦ ، ص ٨- ٩ .

ومن الباحثين من عرّف الإفصاح بأنه " العملية والمنهجية الخاصة بتوفير المعلومات وجعل قرارات السياسة معلومة من خلال النشر في الوقت المناسب والتفتح " .(١)

كما عرفه باحث آخر بأنه " إظهار القوائم المالية جميع المعلومات الأساسية التي تهم الفئات الخارجية عن المشروع بحيث تعينها على اتخاذ القرارات الرشيدة " .(٢)

وعرفه باحث آخر بأنه "عرض المعلومات الهامة للمستثمرين والمساهمين والدائنين وغيرهم بطريقة تسمح بالتنبؤ بمقدرة الشركة على تخصيص الأرباح في المستقبل ومقدرتها على سداد التزاماتها " .(٣)

وتتعدد صور الإفصاح عن المعلومات ، فهناك الإفصاح التمهيدي ، ويتم قبل إدراج الجهة المصدرة أوراقها المالية في البورصة ، كما أن هناك الإفصاح الدوري ، ويتم في فترات محددة تكون مرتبطة بالسنة المالية للجهة المصدرة ، وهناك الإفصاح الفوري ، ويتم عند تحقق معلومة معينة لها تأثير في سعر الورقة المالية .

كما يشمل الإفصاح ، الإفصاح عن المصالح وملكية الأوراق المالية ، ويقصد به وجوب قيام كل مساهم سواء أكان شخصاً طبيعياً أم اعتبارياً بإخطار الهيئة العامة للأوراق المالية أو إدارة البورصة – حسب الأحوال – وكذلك مجلس إدارة الشركة التي يساهم في ملكية أسهمها بكل مصلحة مباشرة أو غير مباشرة ، تكون له في أسهم الشركة ، متى كانت مساهمته فيها تمثل نسبة معينة يتم إقرارها

---

(1) د.طارق عبدالعال حماد ، تحليل القوائم المالية لأغراض الاستثمار ومنح الائتمان ، الدار الجامعية ، الإسكندرية ، مصر ، ٢٠٠٦ ، ص ٩ .

(2) د.خالد أمين عبدالله ، الإفصاح ودوره في تنشيط التداول في أسواق الأوراق المالية العربية ، مجلة المحاسب القانوني العربي ، العدد ٩٢ ، المجمع العربي للمحاسبين القانونيين ، عمّان ، الأردن ، تشرين أول ، ١٩٩٥ ، ص ٣٨ ، نقلا عن : جمال خالد عبدالقادر الهبيل ، مدى ملائمة تعليمات الإفصاح الصادرة عن هيئة الأوراق المالية لقرارات المستثمر في الأردن ، رسالة ماجستير ، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية ، جامعة آل البيت ، عمّان ، الأردن ، ٢٠٠٣ ، ص ٥٩ .

(3) Hendrisksen, " Accounting Theory " , 4th Edition Irwin, E.S.1982 ، نقلا عن : د.عصام حنفي محمود ، التزام الشركات بالشفافية والإفصاح ، مرجع سابق ، ص ١٨ .

بموجب قانون أو نظام ، كما يجب على المنشآت المدرجة أوراقها المالية في البورصة أن تبادر بالإفصاح عن أسماء الذين تصل مساهمتهم لديها نصاباً معيناً في أي وقت من الأوقات والإفصاح عن كل تغيير يطرأ على هذا النصاب .[١]

وتوجب التشريعات المنظمة لبورصات الأوراق المالية على الأشخاص والجهات المدرجة الإفصاح عن تجاوز نصاب ملكية الأوراق المالية بصرف النظر عما إذا كانت تلك الحالات تمثل حالات منفردة أو جماعية ، أو كانت تلك الحالات ناشئة عن اتفاق مع الغير يكون من شأنه أن يرتب حقاً أو يقرر التزاماً .

ويجب لاعتبار الإفصاح صحيحاً أن يكون باللغة الرسمية المعتمدة في الدولة ، وأن يتصف بالوضوح التام ، وأن يبتعد عن أية دعاية أو ترويج للجهة المصدرة أو منتجاتها أو أوراقها المالية ، وأن تكون البيانات والمعلومات المفصح عنها معبرةً عن حقيقة أوضاع الشركة وظروفها الحالية ، وأن توافي الجهة المخولة بتلقي البيانات والمعلومات المفصح عنها المستندات المؤيدة لذلك .[٢]

ثانياً : التعريف اللغوي والاصطلاحي للشفافية :

يقصد بـ "الشفافية" Transparence ، لغةً من الشَّفُّ وهو الثوبُ أو السِّترُ الرقيقُ يُرى ما وراءَه ، واستَشَفَّ أي ظَهَرَ ما وراءه .[٣]

أما في الاصطلاح فيقصد بالشفافية في بورصة الأوراق المالية ، تعهد الجهات المصدرة للأوراق المالية بتوفير المعلومات والبيانات الحقيقية غير المضللة عن نشاطاتها ووضعها تحت تصرف المساهمين والمستثمرين والجهات المشرفة والرقابية على بورصة الأوراق المالية ، بطريقة تتفق والمعايير المحاسبية

(1) انظر في هذا الشأن القانون رقم ٢ لسنة ١٩٩٩ في شأن الإعلان عن المصالح في أسهم شركات المساهمة وكذلك قرار لجنة سوق الكويت للأوراق المالية رقم ٥ لسنة ١٩٩٩ بشأن تنظيم الإفصاح عن المصالح في شركات المساهمة .

(2) د.عصام حنفي محمود ، التزام الشركات بالشفافية والإفصاح ، مرجع سابق ، ص ٢٠ .

(3) ابن منظور ، مرجع سابق ، ص ٢٢٩٠ .

المعترف بها دولياً ، وعدم حجب المعلومات عن تلك الجهات وتمكينهم من الإطلاع عليها ، عدا تلك التي يكون من شأنها المساس بمصالح الجهة المصدرة فيجوز الاحتفاظ بسريتها [١] ، بالإضافة إلى حظر التعامل بالأوراق المالية بناءً على معلومات داخلية ، سواء كانت لأغراض شخصية أو إفشائها للغير بأي شكل من الأشكال [٢] ، مقابل منفعة معينة أم بدونها .

كما عرف بعض الباحثين الشفافية بأنها " خلق بيئة تجعل فيها المعلومات المتصلة بالظروف والقرارات والأعمال القائمة متاحة ومنظورة وقابلة للفهم من جانب كل المشاركين في السوق ".[٣]

الفرع الثاني

نشأة مبدأ الإفصاح والشفافية وتطوره التاريخي

لدى البحث عن الأصل التاريخي لنشأة مبدأ الإفصاح والشفافية يظهر أنه بدأ عالمياً ، ثم انتشر في الدول ، ومن بينها الدول العربية ، لذلك سيتم تناول نشأة المبدأ وتطوره التاريخي على الصعيدين العالمي والعربي من خلال الفقرتين التاليتين .

أولاً : نشأة مبدأ الإفصاح والشفافية على الصعيد العالمي :

تعود نشأة مبدأ الإفصاح على الصعيد العالمي إلى عام ١٨٣٧ عندما تم نشر مقالة عن الإفصاح في مجلة " Railway Magazine " وتم التطرق فيها إلى ضرورة الإفصاح عن المعلومات المالية للشركات بشكل دوري ، وأن تتضمن تلك

---

(1) د.عصام حنفي محمود ، التزام الشركات بالشفافية والإفصاح ، مرجع سابق ، ص ٧ ؛ د.صالح البربري ، الممارسات غير المشروعة في بورصة الأوراق المالية ، مرجع سابق ، ص ١٨ .

(2) راجع في تفصيل ذلك كتاب د.أحمد عبدالرحمن الملحم ، حظر استغلال المعلومات غير المعلنة الخاصة بالشركات في التعامل بالأوراق المالية (دراسة مقارنة) ، ط ١ ، جامعة الكويت ، لجنة التأليف والتعريب والنشر ، مجلس النشر العلمي ، دولة الكويت ، ١٩٩٨.

(3) د.طارق عبدالعال حماد ، تحليل القوائم المالية لأغراض الاستثمار ومنح الائتمان ، مرجع سابق ، ص ٩ .

المعلومات بيانات عن الأرباح ورأس المال وغيرها من البيانات الخاصة بالشركة وأنشطتها .[1]

وفي عام ١٨٦٧ نظم المشرع الفرنسي في أول قانون للشركات صدر في عام ١٨٦٧ حق المساهمين في الاطلاع على المعلومات المتعلقة بالشركة ، وأخذت أحكام هذا المبدأ بالتطور شيئاً فشيئاً إلى أن صدر قانون الشركات الفرنسي لسنة ١٩٦٦ الذي نظم حق المساهمين في الاطلاع بشكل أوسع على المعلومات والبيانات المالية للشركة ، كما عملت لجنة عمليات البورصة (La commission des opprations de bourse) (COB) منذ نشأتها في عام ١٩٦٧ ولغاية الآن على تأكيد حسن تطبيق مبدأ الإفصاح والشفافية من قبل الجهات الملزمة به .[2]

ثانياً : نشأة مبدأ الإفصاح والشفافية على الصعيد العربي :

يرى بعض الباحثين أن هناك عدداً من التشريعات في دولة الإمارات العربية المتحدة اهتمت بتنظيم بورصة الأوراق المالية بشكل عام ، وبتطبيق مبدأ الإفصاح والشفافية بشكل خاص ، وذلك قبل إصدار التشريعات المنظمة للبورصة ، حيث تضمنت تلك التشريعات مبادئ جوهرية لحماية حقوق المساهمين الأفراد ، ومن تلك التشريعات قانون المعاملات المدنية رقم ٥ لسنة ١٩٨٥ ، وقانون الشركات التجارية الاتحادي رقم ٨ لسنة ١٩٨٤ ، وقانون تنظيم مهنة المحاسبة والمراجعة رقم ٩ لسنة ١٩٧٥ .[3]

---

(1) R. Brief R. ,"Accountants Responsibility in Historical Perspective, The Accounting Review" , Vo 1, 50, No. 2, 1975, Page No. 2 .
نقلا عن : علي العبد خليل سعادة ، الإفصاح في التقارير المالية للشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية في ظل معيار المحاسبة الدولي رقم (٥) ، رسالة ماجستير في المحاسبة ، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية ، جامعة آل البيت ، عمّان ، الأردن ، ٢٠٠٠ ، ص ١٨ .

(2) د.صالح أحمد البربري ، الممارسات غير المشروعة في بورصة الأوراق المالية ، مرجع سابق ، ص ٢٩- ٣٠ .

(3) عدي قصيور ، حماية حقوق المساهمين الأفراد في سوق أبوظبي للأوراق المالية ، مركز الإمارات للدراسات والبحوث الإستراتيجية ، سلسلة دراسات إستراتيجية ، العدد ١٠٨ ، ط ١ ، أبوظبي ، الإمارات العربية المتحدة ، ٢٠٠٥ ، ص ٣٨ .

وفي قانون المعاملات المدنية رقم ٥ لسنة ١٩٨٥ هناك إشارة إلى مبدأ الإفصاح والشفافية في المادة ٦٦٨ ضمن الفصل الثالث الذي خصصه المشرع للشركة حيث نصت على " ليس للشركاء من غير المديرين حق الإدارة ولهم أن يطلعوا بأنفسهم على دفاتر الشركة ومستنداتها " .

أما على نطاق الدول العربية فقد برز الاهتمام بواجب الإفصاح والشفافية بظهور التشريعات المنظمة لبورصات الأوراق المالية العربية ، نظراً للحاجة الملحة لتمكين الأطراف المستفيدة من الإفصاح ، للاطلاع على المعلومات المتعلقة بهذا النشاط الحيوي ، لغرض زيادة كفاءة بورصة الأوراق المالية ، ولمواجهة بعض الممارسات غير المشروعة التي تؤثر سلباً على استقرار تلك البورصات .

أما قانون الشركات التجارية الاتحادي رقم ٨ لسنة ١٩٨٤ فهو يُعد من القوانين المنظمة لبورصة الأوراق المالية ، حيث يتضمن أحكاماً تكرس الحماية القانونية للمساهمين ، بما فيها تلك المتعلقة بتأسيس شركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم التي تُعد العمود الفقري الذي تقوم عليه البورصات ، بالإضافة إلى الأحكام المنظمة لعملية الاكتتاب في الأوراق المالية التي تصدر عن تلك الشركات كالأسهم والسندات ، كما منح المشرع الإماراتي الحق للمساهمين في الاطلاع على دفاتر الشركة ووثائقو[1] وهو ما نصت عليه المادة ١٧٠ من القانون الاتحادي للشركات التجارية رقم ٨ لسنة ١٩٨٤ .

الفرع الثالث

التمييز بين مبدأ الإفصاح والشفافية وما يشتبه به من مفاهيم

ينبغي التفرقة بين مفهوم الإفصاح والشفافية واجباً يفرضه القانون على جهات معينة لها علاقة مباشرة أو غير مباشرة بالتعامل بالأوراق المالية من جهة ، وبين مفاهيم أخرى كالالتزام بالنصيحة الذي قد يتطلب تقديمه للمتعاملين في أنشطة معينة بما فيها الأنشطة الاقتصادية والتجارية المختلفة ، وكذلك الالتزام بالتبصير .

لذلك سيتم التطرق إلى هذا الموضوع من خلال التمييز بين مبدأ الإفصاح والشفافية من جهة وكل من مفهوم الالتزام بالنصيحة ومفهوم الالتزام بالتبصير من جهة ثانية ، من خلال الفقرتين التاليتين :

أولاً : التمييز بين مبدأ الإفصاح والشفافية ومفهوم الالتزام بالنصيحة :

يقصد بمفهوم الالتزام بإبداء النصح أو النصيحة ، الإعلام أو الإخبار الذي لا يتضمن معنى حيادياً لتعريف الطرف الذي هو بحاجة إليه بملابسات محل التعاقد وتمكينه من الإحاطة بالمعلومات والبيانات بشكل مؤكد يؤدي به إلى ثبوت الرضاء على نحو مستنير .(1)

ولكي يتمكن أي شخص من الإقدام على إبرام صفقة ما فإنه سيكون بحاجة إلى جهة تكشف له عن ملابسات هذا التعاقد ، ومدى الفائدة التي سيجنيها منه ، وفيما إذا كان هذا التعاقد يتضمن أية مخاطر ، وبالتالي فإن الرأي أو النصح الذي يتلقاه هذا المتعاقد يؤدي به إما إلى الاقتناع بالصفقة وبالتالي إبرامها أو بالعكس تتكون لديه قناعة معينة بعدم الفائدة من الصفقة وبالتالي العدول عنها ، وخير مثال على ذلك العلاقة التي تربط بين المستثمر في الأوراق المالية وشركة الوساطة المالية ، حيث يكون فيها بحاجة إلى النصيحة التي يقدمها له وسيطه المالي في الصفقات التي يرغب بإبرامها ، وكذلك في المعلومات التي يقدمها له هذا الوسيط عن أوراق معينة والجهات المصدرة .

ويلتقي مفهوم الالتزام بإبداء النصح مع مفهوم الإفصاح والشفافية في بعض من نقاط الالتقاء والتشابه ، حيث يلتقي كلا المفهومين في أن كليهما ناتج عن علاقة قانونية بين طرف ملتزم وطرف آخر متلقي ، بالإضافة إلى أن كليهما يتضمن معنى الإعلام أو الإخبار من الطرف الملتزم به إلى الطرف المتلقي .

(1) د.سهير منتصر ، الالتزام بالتبصير ، دار النهضة العربية ، القاهرة ، مصر ، بدون ذكر سنة النشر ، ص ٤- ٥ .

وبالرغم من هذا الاتفاق بين المفهومين إلا أنهما يختلفان في بعض المسائل مثار الاختلاف ، والتي يتمثل فيما يلي :

١. إن أصل التزام الطرف الملزم بالإفصاح يكون مقرراً وفقاً للقانون ولا يستطيع التنصل منه ، بينما يرتبط الطرف الملتزم بالنصيحة طواعية مع الطرف المستفيد بموجب اتفاق بين الطرفين .

٢. بالرغم من محدودية أطراف العلاقة المبنية على الالتزام بإبداء النصيحة ، تتعدد في المقابل الأطراف الملزمة بالإفصاح وكذلك الأطراف المستفيدة منه .

٣. إن الطرف الملتزم بإبداء النصيحة – ونتيجةً لارتباطه التعاقدي مع الطرف الآخر – فإنه يتقاضى مقابلاً مادياً عن أدائه النصيحة للطرف المستفيد ، بينما يؤدي الطرف الملتزم بالإفصاح واجبه دون أي مردود مادي ، بل يحاسب على أي إخلال بالتزامه بالإفصاح .

ثانياً : التمييز بين مبدأ الإفصاح والشفافية ومفهوم الالتزام بالتبصير :

يقصد بمفهوم الالتزام بالتبصير ؛ الالتزام المترتب على أحد طرفي العقد بتعريف الطرف الآخر بالبيانات والمعلومات المتعلقة بمحل العقد وظروفه ، والتي تهم المتعاقد الآخر معرفتها والإلمام بها ، لكي يكون على بينة من أمره في اتخاذ قراره بالإقدام على التعاقد أو الإحجام عنه .[١]

وتبدو أهمية الالتزام بالتبصير في كونه يساعد في توجيه المتعاقد المستفيد منه على بيان كافة تفاصيل العقد وبالأخص محله وظروف التعاقد ، وذلك ليتمكن من اتخاذ قراره الصائب في التعاقد من عدمه ، ومن هنا يلتقي مفهوم الالتزام بالتبصير مع مفهوم الإفصاح والشفافية في كون مضمون كلِي المفهومين يقوم على المعلومات والبيانات .

(1) د.عبدالعزيز المرسي حمود ، الالتزام قبل التعاقدي بالإعلام في عقد البيع ، دار النهضة العربية ، القاهرة ، مصر ، ٢٠٠٥ ، ص ٢٦ .

إلا أنه بالرغم من التقاء كلِّي المفهومين على أساس المعلومات والبيانات التي يتوجب الإفصاح عنها في مبدأ الإفصاح والشفافية ، والتي يلتزم بإبدائها للمتعاقِد الآخر في الالتزام بالتبصير ، فإن بينهما بعضاً من نقاط الاختلاف .

ذلك أن الأطراف الملزمة بالتبصير تكاد تكون محدودة بأشخاص معدودين مرتبطين بعلاقة تعاقدية فيما بينهم ، بينما تتعدد الجهات الملزمة بتطبيق أنظمة الإفصاح والشفافية ، وتتعدد كذلك الجهات المستفيدة منه .

كما أن العلاقة بين الملتزم بالتبصير والطرف الآخر هي علاقة تعاقدية مباشرة مبنية على الاتفاق بين الطرفين على محل معين ، بينما لا تقوم علاقة تعاقدية مباشرة بين الملتزم بالإفصاح والأطراف الأخرى المتعددة ، وإنما القانون هو الذي يقرر هذا الواجب بناءً على معطيات معينة .

الفرع الرابع

أثر مبدأ حسن النية في الالتزام بالإفصاح عن المعلومات وشفافيتها

تتسم المعاملات التي ترد على الأوراق المالية بالسرعة في اتخاذ القرارات ، ولذلك قد لا يملك الكثير من المستثمرين الوقت الكافي للحصول على المعلومات عن الورقة المالية التي ينوون الإقدام على شرائها أو بيعها ، وتصدق هذه الحالة على كل من البائع والمشتري على حد سواء ، فالمشتري قد لا تسنح له الفرصة للتعرف على طبيعة هذه الورقة ، ولا على المركز المالي والاقتصادي للجهة المصدرة لها ، وكذا الحال أيضاً بالنسبة إلى البائع فقد لا يكون قد واكب التغيرات التي قد تطرأ على أسعار الأوراق المالية نتيجة تغير ظروف الجهات المصدرة ومراكزها المالية والاقتصادية ، وبالتالي فقد يكون قراره في البيع مفتقداً لبعض المعلومات الضرورية ليكون قراره صائباً .

ومن المبادئ الثابتة في تحديد الأصل الفلسفي لمبدأ الإفصاح والشفافية في بورصة الأوراق المالية اعتبار الالتزام بتطبيق هذا المبدأ من متطلبات مبدأ حسن النية والأمانة في التعامل [١] ، ذلك أن من متطلبات مبدأ حسن النية أن يتم الإفصاح عن المعلومات والبيانات بشكل عام ، وأن تكون تلك المعلومات والبيانات على درجة عالية من الشفافية والمصداقية فيها ، وخاصة في العقود التي ترتكز العلاقة بين أطرافها على تلك المعلومات ، كما هو الحال بالنسبة إلى عقود التأمين مثلاً ، وبالتالي فقد أصبح مبدأ حسن النية من مقتضيات جميع العقود في الوقت الحاضر ، وإن اختلفت متطلبات حسن النية بين عقد وآخر بين التشديد والتخفيف ، ففي عقود التأمين مثلاً يتم التأكيد على سلوك حسن النية في الإدلاء بالمعلومات من قبل المستأمن .[٢]

وقد تأكد احترام مبدأ حسن النية في كافة القوانين ومنها القانون الإماراتي ، حيث أكد المشرع في القانون الاتحادي لدولة الإمارات العربية المتحدة رقم ٥ لسنة ١٩٨٥ بشأن المعاملات المدنية على وجوب تنفيذ العقد بطريقة تتفق مع ما يوجبه حسن النية .[٣]

وعلى هذا فإن من متطلبات حسن النية أن تتم المعاملات بشكل عام ، ومنها المعاملات المتعلقة بالأوراق المالية المدرجة في البورصة بما يحقق الالتزام بهذا المبدأ ، فلا يجوز أن يضعف مبدأ حسن النية في أي من العلاقات التعاقدية وخاصة المعاملات المالية .

---

(1) د.علي جمال الدين عوض ، العقود التجارية ، دار النهضة العربية ، القاهرة ، مصر ، بدون ذكر سنة النشر ، ص١١٧ ، نقلاً عن : د.عصام حنفي محمود ، التزام الشركات بالشفافية والإفصاح ، مرجع سابق ، ص ٢٣ .

(2) د.سهير منتصر ، مرجع سابق ، ص ٣٠ .

(3) المادة ٢٤٦/ ١ من القانون المذكور ، وفي نفس الاتجاه انظر المادة ١٤٨/ ١ من القانون المدني المصري والمادة ٢٠٢/ ١ من القانون المدني الأردني .

المطلب الثاني

أهمية المعلومات والإفصاح عنها في بورصة الأوراق المالية

تمهيـد وتقسيـم :

تعد المعلومات في بورصة الأوراق المالية الركيزة الأساسية التي يقوم عليها التعامل في الأوراق المالية ، فبقدر توافر المعلومات ونوعيتها والوقت الذي تتوفر فيه يكون القرار الاستثماري للمتعامل صائباً .

لذلك كان للمعلومات والإفصاح عنها أهمية كبيرة في المعاملات التي ترد على الأوراق المالية ، الأمر الذي يستدعي بحث أهمية هذين العنصرين في الفرعين التاليين :

الفرع الأول : أهمية المعلومات في بورصة الأوراق المالية .

الفرع الثاني : أهمية الإفصاح والشفافية في بورصة الأوراق المالية .

الفرع الأول

أهمية المعلومات في بورصة الأوراق المالية

بداية وقبل البحث في دور وأهمية المعلومات في تعاملات بورصة الأوراق المالية ينبغي بيان المقصود بمفهوم المعلومات بشكل عام ، ومن ثم في نطاق المعاملات التجارية ، وبشكل خاص في نطاق بورصة الأوراق المالية .

لذلك سنتطرق في الفقرات التالية إلى مفهوم المعلومات بشكل عام ، ثم إلى مفهوم المعلومات وأهميتها في بورصة الأوراق المالية ، وأخيراً إلى خصائص المعلومات الواجب الإفصاح عنها .

أولاً : مفهوم المعلومات بشكل عام :

يعتقد أحد الباحثين أنه مع الرأي الذي يرى أن المعلومات "ما هي إلا إحدى فئات المدخلات التي تغذي عقولنا والتي نعمل بها عندما نفكر . وهي تأتي مع المعتقدات والتأويلات والأوامر والنصائح والأسئلة والآراء والنظريات والتنبؤات وأي نتاج للخيال المبدع" ، وكذلك يذهب مع من خلص إلى تعريف المعلومات بأنها "فئة من المفاهيم ، تستوعبها عقولنا وتسجلها عن وعي ، ويمكن نسبة المعنى إليها ، ومن شأنها في العادة تعديل حالتنا المعرفية" [(١)] ، كما يصنف هذا الباحث المعلومات المتلقاة إلى الأصناف التالية :[(٢)]

١. فهي إما أن تكون تكراراً أو تأكيداً لمعلومات سبق أن كانت لدى المتلقي بالفعل .
٢. أو أن تكون إضافة إلى ما يعرفه المتلقي بالفعل عن أحد الموضوعات .
٣. أو أن تكون تصحيحاً أو تعديلاً لمعرفة قائمة بالفعل لدى المتلقي عن أحد الموضوعات .
٤. وأخيراً قد تكون المعلومة المتلقاة فتحاً لمجال معرفة جديد .

ثانياً : مفهوم المعلومات وأهميتها في بورصة الأوراق المالية :

يصنف بعض الباحثين المعلومات في مجال التعامل بالأوراق المالية إلى ثلاثة أصناف ، الصنف الأول هي المعلومات التاريخية ، والتي تعبر عن الحالة السابقة للمنشأة كأسعار الأوراق المالية لتلك المنشأة وعوائد تلك الأوراق ، والصنف الثاني من المعلومات هي المعلومات العامة التي تكون متاحة للجميع وتعبر عن الظروف الحالية المتعلقة بالاقتصاد والاستثمار في الدولة والمنطقة ،

---

(1) مايكل هيل ، أثر المعلومات في المجتمع ، ط ١ ، سلسلة دراسات مترجمة ، العدد ١٩ ، مركز الإمارات للدراسات والبحوث الإستراتيجية ، أبوظبي ، الإمارات العربية المتحدة ، ٢٠٠٤ ، ص ٣٦- ٣٧ .

(2) المرجع السابق ، ص ٣٧ .

وكذلك الظروف الحالية للجهة المصدرة للأوراق المالية ، أما الصنف الأخير من المعلومات فهي المعلومات الخاصة التي تكون متاحة لإطلاع فئات معينة ككبار العاملين في الشركة .(١)

ومن التعريفات التي قيلت في المعلومات بأنها ، " بيانات محددة عن الأوراق المالية محل التداول في البورصة ، وعن ظروف السوق المحيطة بهذه الأوراق وبأسعار محددة " .(٢)

ونعتقد أن التعريف السابق قد أشار إلى ظروف السوق المحيطة بالأوراق المالية ، وقد أغفل الظروف الأخرى للبلد ، وفي بعض الأحيان في المنطقة الإقليمية ، بل وحتى الدولية ، وخاصة منها الظروف الاقتصادية والسياسية ، نظراً للدور الذي تؤديه فكرة العولمة في عالمنا المعاصر ، والدليل على ذلك ما تشهده بورصات الأوراق المالية في دول معينة من تقلبات في أوضاعها نتيجة تقلبات تحدث في بورصات أخرى في أماكن أخرى من العالم .

لذلك نذهب إلى إعطاء تعريف مناسب للمعلومات في مجال التعامل بالأوراق المالية في البورصة بأنها : تلك البيانات المتعلقة بالأوراق المالية المتداولة في البورصة ، وبالجهات المصدرة لها ، وبالظروف الأخرى المحيطة بتلك الأوراق وبالبورصة ، سواء منها المحلية أم الإقليمية أم الدولية ، والتي يكون لها تأثير في أسعار تلك الأوراق ارتفاعاً أو انخفاضاً .

وتخدم المعلومات فئات متعددة ممن لها دور في الاستثمار بالأوراق المالية ، وهي كالآتي :(٣)

١. من بين تلك الفئات المقرضون ، حيث يتطلب تقييم القروض الطويلة الأجل -

---

(1) د.محمد الحناوي و د.نهال فريد مصطفى و د.السيدة عبدالفتاح إسماعيل و د.السيد الصيفي ، مرجع سابق ، ص٩٢- ٩٣ .

(2) د.نصر علي طاحون ، مرجع سابق ، ص ١٤٩ .

(3) د.طارق عبدالعال حماد ، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية ، مرجع سابق ، ص ٥١- ٥٥ .

كسندات القرض – بحث وتحليل المعلومات والبيانات المالية عن الجهات المصدرة والمركز المالي والاقتصادي لها ، وتحليل الربحية لتلك المنشآت .

٢. ويصدق الأمر نفسه بالنسبة إلى المستثمرين في الأسهم ، حيث إنها أكثر الأطراف تعرضاً للمخاطرة ، فبقدر ما تجنيه هذه الفئة من مكاسب في حال نجاح المشروع فإنها أكثر الأطراف احتمالاً للخسائر في حال الفشل ، وبالتالي فإن المعلومات تشكل لفئة المستثمرين ركناً أساسياً في الاستثمار بالأوراق المالية بالنسبة إليهم .

٣. كما وتشكل المعلومات بالنسبة إلى إدارة الجهات المصدرة أهمية كبيرة ، حيث إن من مصلحة الإدارة معرفة المركز المالي للمنشأة وربحيتها وتقدمها أو تأخرها حسب ما يتاح لها من معلومات ، تقوم بتحليلها وبشكل مستمر بسبب معايشتها المستمرة لظروف المنشأة وقدرتها على الاطلاع على سجلاتها المحاسبية وغيرها من المعلومات ودورها في الرقابة على أعمالها .

٤. وتستفيد أيضاً من المعلومات الجهات الحكومية التي ترسم من خلال حصولها على تلك المعلومات بعض السياسات العليا ، بالإضافة إلى دور تلك المعلومات في احتساب الإدارات الحكومية للضرائب على الشركات.

٥. كما يحتاج مراجعو الحسابات للمعلومات في إبداء رأيهم الفني المحايد ، حيث توفر التقارير الصادرة عن مراجعي الحسابات عنصر الثقة لمستخدمي القوائم المالية المعدة من قبل الجهات المصدرة .

ثالثاً : خصائص المعلومات الواجب الإفصاح عنها :

يثور التساؤل بمناسبة البحث في أهمية المعلومات المفصح عنها في بورصة الأوراق المالية حول ما هي المعلومات التي يجب الإفصاح عنها ؟ وهل يشمل الإفصاح جميع المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية أم بعضها ؟ وما هو هذا البعض ؟ ثم ما هو المعيار الذي على أساسه شمل الإفصاح معلومات معينة ولم يشمل غيرها ؟ وبوجه عام ما هي المعلومات الواجب الإفصاح عنها في البورصة؟

ومن خلال البحث عن خصائص هذا النوع من المعلومات تظهر لنا مجموعة من العناصر تقاس على أساسها المعلومات ، فتعد من المعلومات الواجب الإفصاح عنها من عدمه ، تلك العناصر إما أن تكون مرتبطة بالورقة المالية ، بصورة مباشرة أو غير مباشرة ، وهي كالآتي :[١]

١. فمن العناصر المباشرة التي يكون لها ارتباط وثيق بالورقة المالية وبالجهة المصدرة لها : القيمة الاسمية للورقة ، وقيمتها السوقية أثناء التداول ، ومعدل ربحيتها ، وسعر الافتتاح ، وسعر الإقفال ، وما تم خلالهما من تطورات على السعر ، بالإضافة إلى البيانات المتعلقة بالجهة المصدرة للورقة المالية ، كتلك المتعلقة بمجلس إدارتها وأنشطتها وميزانيتها وحساب الأرباح والخسائر وخططها المستقبلية .

٢. أما العناصر غير المباشرة فهي المعلومات التي لا تربطها مع الورقة المالية ولا بالجهة المصدرة صلة مباشرة ، وإنما تعد من العناصر المحيطة بها المؤثرة فيها كالظروف الاقتصادية والظروف القانونية والظروف الاجتماعية والسياسية المؤثرة على عموم الاقتصاد والسوق والتعاملات التي تجري فيها .

ومن جهتها فقد حددت لجنة عمليات البورصة الفرنسية (Commission des Operations de Bourse) (C.O.B) مواصفات المعلومات التي يتوجب نشرها للجمهور والتي تتلخص في الخصائص التالية :[٢]

١. أن تكون المعلومة صحيحة ودقيقة وصادقة .
٢. أن يكون للمعلومة لو نشرت أثر ملموس في سعر الورقة المالية .
٣. أن تصل المعلومة بنفس القدر داخل المنشأة وخارجها .

(1) د.بلال عبدالمطلب بدوي ، مرجع سابق ، ص ١٠- ١١ .

(2) د.صالح أحمد البربري ، الممارسات غير المشروعة في بورصة الأوراق المالية ، مرجع سابق ، ص٣٢- ٣٣ ، وقد تم استخلاص تلك الخصائص من لائحة صدرت عن لجنة عمليات البورصة الفرنسية برقم ٩٠/٢ والمعدلة باللائحة ٧ / ٩٨ .

وبالإضافة إلى ما سبق تمتاز المعلومة المفصح عنها بخصائص أخرى منها التوقيت والملاءمة للغرض الذي ينشده مستخدم المعلومة المفصح عنها ، بالإضافة إلى كفاية المعلومات والبيانات المالية الضرورية ليتمكن المستخدم من اتخاذ القرار الاستثماري الصائب ، وسهولة الوصول إليها وكفايتها .(١)

الفرع الثاني

أهمية الإفصاح والشفافية في بورصة الأوراق المالية

بالنظر لارتباط نشاط التعامل بالأوراق المالية في البورصة بعدد من الأطراف ، تبدأ بالجهات المصدرة لتلك الأوراق ، وتنتهي بأطراف أخرى متعددة ، لذلك فقد زادت أهمية هذا النشاط ، وبالأخص المعلومات المتعلقة به ، وما يتبعه من الالتزام بمتطلبات الإفصاح والشفافية .

ولقد زادت أهمية الإفصاح والشفافية في بورصة الأوراق المالية ، نظراً لتنوع وتعدد الجهات المستفيدة من المعلومات التي يوفرها تطبيق هذا المبدأ ، فهناك الأجهزة وسلطات الدولة التي تشرف وتراقب أنشطة البورصة ، وهناك المتعاملون بالأوراق المالية ، وهناك إدارات الجهات المصدرة لتلك الأوراق من شركات مساهمة وغيرها وما يرتبط بها من مراجعي حساباتها ، وهناك الأجهزة المصرفية التي ترتبط تعاملاتها بصورة أو بأخرى بالبورصة ، وهناك المحللون الماليون ، بالإضافة إلى أجهزة الإعلام من صحافة ومحطات إذاعية وتلفازية ومواقع الكترونية منتشرة على شبكة الانترنت .

كما تطورت تلك الأهمية لمبدأ الإفصاح والشفافية بتطور الأدوات المالية المتداولة في البورصة عند ظهور نوع جديد من الأوراق المالية كما في عقود

---

(1) إيمان أحمد الهنيني ، المعلومات المحاسبية المؤثرة على قرارات المستثمرين في سوق عمّان المالي ، رسالة ماجستير ، قسم المحاسبة ، كلية الدراسات العليا ، الجامعة الأردنية ، عمّان ، الأردن ، ١٩٩٤ ، ص ٦-٧ .

المشتقات [١] ، ونظام التوريق (Securitization) [٢] ، لذلك فقد ازدادت مكانة تلك الأهمية نظراً لزيادة الحاجة إلى المعلومات عن تلك الأدوات تجنباً للمخاطر المرتبطة باستخداماتها .

ومن هنا فقد تطلب البحث في أهمية الإفصاح والشفافية في بورصة الأوراق المالية ، أن يتم التطرق إلى أهميته لعدد من الأطراف وهي ، الأجهزة الحكومية ، والجمهور ، وإدارات الجهات المصدرة للأوراق المالية ، ومراجعي حسابات الجهات المصدرة ، وأجهزة الإعلام ، وذلك في الفقرات التالية :

أولاً : أهمية الإفصاح والشفافية للأجهزة الحكومية في الدولة :

تتمثل الأجهزة الحكومية في الدولة المرتبطة بأنشطة البورصة وما يتم فيها من حركة إدراج وقيد للأوراق المالية الصادرة عن منشآت الأعمال بوزارة الاقتصاد ووزارة المالية ، بالإضافة إلى البنك المركزي وهيئة الأوراق المالية وإدارات البورصات .

كما تبرز أهمية تطبيق مبدأ الإفصاح والشفافية بالنسبة لمؤسسات الدولة في أنها تعد الوسيلة الفعالة في ظهور البيانات والمعلومات الحقيقية عن الدخل القومي للدولة ، ذلك أن الجهات المصدرة للأوراق المالية بما فيها شركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم وما تحققه من أرباح تحتل جزءاً من الناتج القومي للبلد .[٣]

---

(1) انظر في هذا الكتاب ص ٩٢- ٩٦ .

(2) يقصد بمصطلح التوريق أو (الاستثمار الجماعي في الحقوق الآجلة) بأنه : " عملية تلجأ إليها مؤسسة الائتمان التي ترغب في الاسترداد المعجل للائتمان الممنوح للعملاء ، فتقوم بحوالة محفظة حقوقها على هؤلاء العملاء إلى منشأة متخصصة في الاستثمار الجماعي لمحافظ الحقوق ، وتعقد الحوالة وما تدره من عائد بثمن يقل عن القيمة الاسمية لمحفظة الحقوق وما تدره من عائد ، تتولى منشأة الاستثمار الجماعي طرح محفظة الحقوق للاكتتاب في صورة صكوك مالية ، ويمكنها بالتالي أن تفي بثمن الحوالة لمؤسسة الائتمان من الحصص النقدية للمكتتبين ، ويسترد حاملو الصكوك مدخراتهم من خلال رجوع منشأة الاستثمار على المدينين بقيمة المحفظة ، بمقتضى الحوالة المنعقدة ، أما أرباحهم من عملية الاستثمار فتتولد من الفارق بين الثمن المدفوع للحوالة المنعقدة والقيمة الاسمية لمحفظة الحقوق مضافاً إليها الفوائد المتفق عليها في عقد الائتمان " ، د.هشام فضلي ، الاستثمار الجماعي في الحقوق الآجلة ، مرجع سابق ، ص ٥ .

(3) د.عصام حنفي محمود ، التزام الشركات بالشفافية والإفصاح ، مرجع سابق ، ص ٢٩.

ثانياً : أهمية الإفصاح والشفافية للجمهور :

ينقسم الناس بالنسبة للتعامل في بورصة الأوراق المالية بين متعامل وغير متعامل ، إلا أن أهمية الإفصاح عن المعلومات وشفافيتها تبدو كبيرة لكلا الطائفتين ، ولكن بدرجات متفاوتة ، حسب حاجة هذا الطرف أو ذاك للمعلومات الواجب الإفصاح عنها .

وتبدو أهمية تطبيق مبدأ الإفصاح والشفافية للمتعاملين في الأوراق المالية في إعطائهم الرؤية الواضحة والحقيقية عن طبيعة المركز المالي والاقتصادي للجهة المصدرة سواء أكانوا من المساهمين الحاليين أم المحتملين ، حيث يعد مؤشراً لهم في فهم مزايا المشروع والمخاطر المحيطة به [1] ، وقد أكدت على ضمان هذا الحق جميع القوانين ذات الصلة بهذا النشاط الاستراتيجي .[2]

كما أن أهمية تطبيق مبدأ الإفصاح والشفافية تتحقق أيضاً لدى غير المتعاملين من جهة رغبتهم في الإطلاع على معلومات البورصة وأوضاعها ذلك أنها تعتبر المؤشر للوضع الاقتصادي للبلد ، وبالتالي فإن أي ملامح لتأثر البورصة يعد مؤشراً لوضع الدولة الاقتصادي .

ثالثاً : أهمية الإفصاح والشفافية للجهات المصدرة للأوراق المالية :

تحتاج الشركات والجهات المصدرة للأوراق المالية إلى أن تفصح عن المعلومات المتعلقة بها وبالأوراق المالية الصادرة عنها ، ذلك أن تلك المعلومات تمثل الواقع والمركز الحقيقي لمستوى أداء تلك الشركات والجهات وتقييم ما يصدر عنها من أوراق مالية . فنجاح شركة أو جهة ما أو فشلها يظهر من خلال المعلومات المفصح عنها ، ومدى تقييم الجهات الرقابية لذلك الإفصاح ، وبالتالي

---

(1) المرجع السابق ، ص ٢٨ .

(2) انظر المادة ٣٠٢ من اللائحة التنفيذية لقانون الشركات المصري رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١ ، والمادة ٧٠ / ١ من قانون سوق رأس المال المصري رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ .

إصلاح الأخطاء المرتكبة وتصحيح مسيرة تلك الجهات في الاتجاه الأصلح .[١]

وبالتالي تستطيع إدارات تلك الجهات أن تستفيد من تلك المعلومات إذا كانت جيدة ، فتحاول الزيادة في تحسين أدائها في السنوات القادمة لزيادة النجاح ، وبعدم الانخفاض عن المستوى التي وصلت إليه ، أما إذا كانت تلك المعلومات غير جيدة فتحاول البحث عن أسباب الفشل والسعي لتحسين أدائها في المستقبل وعدم تكرار الأخطاء السابقة بناءً على المعلومات التي توصلت إليها .

كما أن الإفصاح عن المعلومات وشفافيتها يصب في مصلحة الشركة والإدارة التي تمثلها أيضاً ، وذلك لتأكيد المصداقية لتلك الإدارات والجهات المصدرة عن وصول المعلومات إلى الجهات المستفيدة منها بشكل دوري وعدم إخفائها ، وشفافية تلك المعلومات وتمثيلها للحقيقة .

رابعاً : أهمية الإفصاح والشفافية لمراجعي حسابات الجهات المصدرة :

تبدو أهمية الإفصاح والشفافية في المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية المدرجة والمتداولة في البورصة كبيرة بالنسبة لمراجعي الحسابات بسبب اعتمادهم على المعلومات المتعلقة بالجهات المصدرة ومركزها الاقتصادي والمالي في تنظيم التقارير المالية لتلك الجهات ، وخاصة الشركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم ، فكلما كان التقرير المالي للشركة الصادر عن مراجع الحسابات واقعياً ومتضمناً بيانات ومعلومات صحيحة كانت ثقة المستخدم بالتقرير وبالجهة التي أصدرته كبيرة .[٢]

كما أن مراجع الحسابات ملتزم بالإفصاح عن المركز المالي الحقيقي للجهة المصدرة وإلا تعرض للمسؤولية القانونية بصورها الثلاث الجنائية والمدنية والتأديبية ، بالإضافة إلى صور أخرى من المسؤولية وهي المسؤولية الدينية والمسؤولية الأخلاقية .

---

(1) د.عصام حنفي محمود ، التزام الشركات بالشفافية والإفصاح ، مرجع سابق ، ص ٢٩.
(2) د.طارق عبدالعال حماد ، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية ، مرجع سابق ، ص ٥٥ .

وإن من أساسيات ترشيد قرارات المستثمرين في بورصة الأوراق المالية هو توفير قدر كافٍ من المعلومات والبيانات الملائمة لاتخاذ تلك القرارات في البورصة ، كما أن المعلومات هي سلعة اقتصادية تمكن مستخدمها من الاختيار بين بدائل متعددة بصورة تتناسب مع أهدافه ورغباته . وتعد التقارير المحاسبية بما تتضمنه من بيانات وقوائم مالية من المصادر الرئيسة التي يعتمد عليها المستثمرون في توفير المعلومات المتعلقة بالجهات المدرجة في البورصة .(١)

خامساً : أهمية الإفصاح والشفافية لأجهزة الإعلام :

تقوم أجهزة الإعلام المسموعة والمرئية والمقروءة على المعلومات ، وتزدهر تلك الأجهزة أو تكسد بضاعتها إذا لم تجتهد في الحصول على المعلومات ، ومن بين المعلومات التي تسعى وسائل الإعلام للحصول عليها والفوز بالسبق الصحفي بها المعلومات المتعلقة ببورصات الأوراق المالية ، والأدوات المالية المدرجة والمتداولة فيها ، وأخبار الجهات المصدرة لتلك الأدوات .

ومن جهة أخرى تعد أجهزة الإعلام من صحف ومجلات ونشرات وقنوات تلفازية وإذاعية ومواقع الكترونية مرآة عاكسة للرأي العام في مواقفه تجاه الكثير من القضايا والمظاهر المنتشرة في المجتمعات بما فيها تلك المتعلقة بالتجارة والاقتصاد .

ولم تقتصر أهمية البورصات على أجهزة الإعلام الوطنية فحسب ، بل تعدتها لتشمل أجهزة الإعلام العالمية من وكالات أنباء ومحطات إذاعية وتلفازية وصحف ومجلات ، بل شملت أيضاً المواقع الالكترونية المنتشرة على شبكة الانترنت من مواقع رسمية لبورصات الأوراق المالية ، ومواقع رسمية لهيئات الأوراق المالية ، إضافة إلى المواقع الأخرى التابعة لجهات غير رسمية كأفراد ومؤسسات وهيئات خاصة ، بما فيها المواقع الالكترونية لوسائل الإعلام .

---

(1) د.صادق محمد البسام ، بعض جوانب التنظيم المحاسبي لسوق الأوراق المالية ، بحث منشور في مجلة الحقوق ، العدد الرابع ، السنة الرابعة ، كلية الحقوق ، جامعة الكويت ، دولة الكويت ، ديسمبر ، ١٩٨٣ ، ص ١٥ .

المبحث الثاني
النطاق الموضوعي للإفصاح والشفافية

تمهيـــد وتقسيـــم :

يبدو للوهلة الأولى أن الموضوعات التي تدخل في النطـــاق الموضـــوعي لمبدأ الإفصاح والشفافية في نطاق بورصة الأوراق المالية محدودة ، إلا أن الواقـــع يدل على غير ذلك ، فهناك كم هائل من الموضوعات التي يتضمنها هذا الموضـــوع ، والتي تحتاج إلى الإفصاح والإعلان ، ليتمكن من له مصلحة في الإطلاع عليها من اتخاذ القرار المناسب في الاستثمار بالأوراق المالية من عدمـــه ، بالإضـــافة إلـــى التعرف على حقوقه مالكاً للورقة المالية تجاه الجهة المصدرة لها وتجاه غيره مـــن حملة الأوراق المالية ، وكذلك لتمكين الجهات التي تمتلك سلطة الرقابة على أنشطة البورصة من الإطلاع على المعلومات والبيانات المتعلقة بها ، ولبيان مدى التـــزام الأطراف الملزمة بتنفيذ هذا المبدأ ، بالإضافة إلى الأطراف الأخرى المهتمة بهـــذا النشاط كسلطات اتخاذ القرار والجهات التشريعية في الدولة ، وغيرهم من الفئـــات الأخرى كالباحثين والمحللين الماليـــن .

وليس الإفصاح والشفافية مجرد التزام أو واجب قانوني تتحملـــه جهـــات معينة في نطاق بورصة الأوراق المالية فقط ، بل يمتد إلى أبعد من ذلك فهو يبـــدأ من تأسيس الشركة أو الجهة المصدرة حتى اتخاذ القرار بحلها ، وهـــذه المـــسائل غائبة عن تفكير الكثيرين .

لذلك سوف يتم بحث النطـــاق الموضـــوعي للإفـــصاح والـــشفافية فـــي المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية من خلال المطلبين التاليين :

المطلب الأول : المعلومات والبيانات الواجب الإفصاح عنها في بورصة الأوراق المالية.

المطلب الثاني : حدود تطبيق مبدأ الإفصاح عن المعلومات ومدى الشفافية فيها .

المطلب الأول
المعلومات والبيانات الواجب الإفصاح عنها
في بورصة الأوراق المالية

تمهيـــد وتقسيـــم :

سبق الكلام في المعلومات على أنها "تدخل في فئة من المفاهيم ، تستوعبها عقولنا وتسجلها عن وعي ، ويمكن نسبة المعنى إليها ، ومن شأنها في العادة تعديل حالتنا المعرفية " .(١)

وفي نطاق بورصة الأوراق المالية فإن هناك جملة من المتطلبات ليتمكن مصدرو الأوراق المالية من إدراجها ابتداءً في البورصة ، ومن ثم استمرار ديمومة ذلك الإدراج والتداول عليها من قبل الجمهور.

فمن تلك المتطلبات - ابتداءً وعند الاكتتاب - على أوراق مالية لجهة معينة : الإفصاح عن نشرة الاكتتاب في السوق الأولية (سوق الإصدار) ، ويتم ذلك وفق متطلبات وشروط معينة نصت عليها قوانين الشركات وغيرها من التشريعات المنظمة لبورصة الأوراق المالية ، وبالرغم من عدم اعتبار هذه المرحلة من ضمن بورصة الأوراق المالية (السوق الثانوية) ، إلا أنه تم بحثها هنا بوصفها تمثل الأصل التاريخي لبورصة الأوراق المالية .

ويُشتَرط لقبول إدراج أوراق مالية معينة في البورصة جملةٌ من الشروط والمتطلبات يدخل من ضمنها متطلبات الإفصاح والشفافية في المعلومات المتعلقة بالجهات طالبة الإدراج .

ثم تأتي مرحلة أخرى بعد إصدار الأوراق المالية ، ومن ثم قبول إدراجها في البورصة وما يتعلق بتلك المرحلة من متطلبات الإفصاح عن المعلومات

---

(1) مايكل هيل ، مرجع سابق ، ص ٣٧ .

والبيانات ، وهو ما يعرف بالإفصاح اللاحق لإدراج الأوراق المالية ، وتتضمن هذه المرحلة الإفصاح الدوري والفوري عن المعلومات والبيانات المالية ، والإفصاح عن المصالح وملكية الأوراق المالية ، والعروض العامة لشراء الأسهم ، أو ما يطلق عليه بالعرض العام لشراء الأسهم ، بالإضافة إلى الإفصاح عن اجتماعات وقرارات الجمعية العمومية للجهة المصدرة ، مع بيان الوسائل المتبعة في الإفصاح عن المعلومات ، وكذلك الإفصاح في ظل مواجهة عمليات غسل الأموال في البورصة ، وفي جميع تلك المراحل يجب مراعاة متطلبات الشفافية في المعلومات المفصح عنها .

وتحقيقاً لسوق منتظمة وفاعلة في الاقتصاد الوطني والعالمي ، وتمكيناً للمستثمرين من اتخاذ القرارات الواعية والصائبة في هذا النشاط ، تقرر التشريعات المنظمة لبورصات الأوراق المالية في الدول شروطاً ومتطلبات لإدراج الأوراق المالية ، وديمومة ذلك الإدراج ، بالإفصاح الدائم والمستمر عن المعلومات والبيانات المتعلقة بالجهات المدرجة في البورصة وبأوراقها المالية ، بالإضافة إلى الشروط والمتطلبات التي تتضمنها تلك التشريعات ، بحيث توجب على الجهات المدرجة أن تفصح عن جملة من المعلومات والبيانات ، وبصورة متواصلة منذ قيامها حتى انتهائها .

ولبيان المعلومات والبيانات الواجب الإفصاح عنها في جميع مراحل حياة الجهة المصدرة للأوراق المالية منذ نشأتها حتى انتهاءها ، ولتغطية متطلبات الإفصاح والشفافية خلال تلك المراحل سوف يتم تناول هذا الموضوع من خلال الفروع التالية :

الفرع الأول : الإفصاح السابق لإدراج الأوراق المالية في البورصة .

الفرع الثاني : الإفصاح اللاحق لإدراج الأوراق المالية في البورصة .

الفرع الثالث : وسائل الإفصاح عن المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية .

الفرع الأول

الإفصاح السابق لإدراج الأوراق المالية في البورصة

يرتبط موضوع الإفصاح السابق لإدراج الأوراق المالية في البورصة بموضوع الإفصاح عن نشرة الاكتتاب في السوق الأولية (سوق الإصدار) ، وقبل ذلك بتأسيس الجهة المصدرة للأوراق المالية المتمثلة بشركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم ، أو عند زيادة رأس مالها أو تحول الشركة من شركات القطاع العام إلى شركات القطاع الخاص فيما يعرف بـ (الخصخصة) ، ذلك أن من متطلبات التأسيس أو زيادة رأس المال أو الخصخصة إصدار نشرة الاكتتاب للجهة المصدرة للأوراق المالية ، وإعلان مفرداتها للجمهور ، بشكل تكون فيه متاحة للكافة ، مما يتيح للجمهور الاطلاع عليها لاتخاذ القرار الصائب في الاستثمار بالأوراق المالية المطروحة للاكتتاب من عدمه ، بالإضافة إلى متطلبات الإفصاح لإدراج الأوراق المالية في البورصة .[١]

وتجدر الإشارة إلى أن من بين الوسائل التي تتم من خلالها عملية خصخصة المشاريع العامة ، هو عرض أسهم تلك المشاريع للاكتتاب بعد تحديد سعرها من قبل لجنة الخصخصة للبيع على الجمهور ، فهي وسيلة فنية للخصخصة ، بما يحقق الشفافية في المعلومات ، والبساطة في تداول تلك المعلومات ، حيث تتحمل الدول نفقات إصدار أسهم تلك المشروعات ، والدعاية الإعلامية المكثفة لترويجها ، والتي تتخذ طريقين : أحدهما بالإعلام عن بيانات المشروع لتشجيع

---

(1) قيل عن الاكتتاب بأنه " إعلان الإرادة في الاشتراك في مشروع الشركة مع التعهد بتقديم حصة في رأس المال تتمثل في عدد معين من الأسهم " ، د.مصطفى كمال طه ، الشركات التجارية ، مرجع سابق ، ص ١٦٢ ، وقيل عنه أيضاً بأنه " عمل إرادي يتم بمقتضاه انضمام المكتتب إلى الشركة تحت التأسيس مقابل الإسهام في رأس المال بعدد معين من الأسهم المطروحة " د.إسماعيل أحمد عصر ، مرجع سابق ، ص ٢٥ ، أما على النطاق التشريعي فقد عرّفت المادة ١٠ من اللائحة التنفيذية لقانون الشركات المصري رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١ الاكتتاب بقولها "تكون الأسهم مطروحة للاكتتاب العام في حالة دعوة أشخاص غير محددين سلفاً إلى الاكتتاب في تلك الأسهم أو إذا زاد عدد المكتتبين في الشركة عن مائة . ويجب ألا يقل الجانب من أسهم الشركة المطروح للاكتتاب العام عن الحدود المبينة بالمادة ٦ من هذه اللائحة ، كما عرفت المادة ١/٤٠ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢م بقولها " لا تكون الأسهم مطروحة للاكتتاب العام إلا في حالة دعوة أشخاص غير محددين سلفاً إلى الاكتتاب في تلك الأسهم ، ولا يشترط حد أدنى لعدد أو قيمة الأسهم التي يتم طرحها في اكتتاب عام " .

الجمهور على الاكتتاب ، وكذلك بالإعلام داخل المشروع نفسه عن طريق إعداد برامج إعلامية من أجل أن تصل لعمال المشروع لتشجيعهم على الاكتتاب .[1]

وتنقسم شروط صحة الاكتتاب إلى شروط شكلية وأخرى موضوعية ، وسيتم الاهتمام ببيان الشروط الشكلية ومنها ، الحصول على موافقة الجهة المختصة في إصدار أوراق مالية وطرحها للاكتتاب العام ، وإصدار نشرة الاكتتاب ، وتقديم نشرة الاكتتاب لهيئة الأوراق المالية لغرض اعتمادها [2] ، قبل إعلانها للجمهور ، ثم إعلانها للجمهور بواسطة الصحف المحلية والتي يحدد القانون الكيفية والطريقة التي تتم من خلالها عملية النشر ، وسيتم تناول ما يخص موضوع الإفصاح والشفافية في نشرة الاكتتاب ، وهو إصدار النشرة وتقديمها للجهة المختصة لاعتمادها ، ثم نشرها في الصحف المحلية وغيرها من وسائل الإعلام ، ثم البيانات التي تتضمنها النشرة ، وأخيراً متطلبات إدراج الأوراق المالية في البورصة ، وما يتطلب ذلك من إصدار للنشرة التمهيدية لأغراض الإدراج في بورصة الأوراق المالية .

وجميع هذه الإجراءات والمتطلبات هي ممهدات لاجتماع الجمعية العمومية التي تعد بمثابة حلبة المواجهة بين المساهمين من جهة ، والأجهزة الإدارية التابعة للشركة من جهة ثانية ، وبالتالي لكي تؤتي تلك المواجهة نتائجها المرجوة لا بد على وجه الخصوص من تمكين جميع المساهمين من الإطلاع على الوثائق والمعلومات والبيانات التي تساعدهم في ممارسة دورهم الرقابي ، وفي اتخاذ القرارات الخاصة بالشركة بوضوح وشفافية تامة .[3]

---

(1) د. أحمد محمد محرز ، النظام القانوني للخصخصة ، منشأة المعارف ، الإسكندرية ، مصر ، ٢٠٠٣ ، ص٨٦- ٨٩ .

(2) د.محمد فريد العريني ، مرجع سابق ، ص ٤٧؛ أما الشروط الموضوعية للاكتتاب فهي ان يكون الاكتتاب في راس المال المصدر كاملاً ، وأن يكون الاكتتاب قطعياً لا عدول فيه ، وان يكون جدياً اي أن يقصد المكتتب الالتزام بدفع قيمة الأوراق المالية والانضمام إلى الشركة وتحمل الأعباء الناجمة عن ذلك ، ثم يجب أن لايقل عدد المكتتبين عن عدد معين حسب قانون البلد ، ويجب أن لا يقل رأس المال المصدر عن نصف رأس المال المصرح به ؛ د.محمد فريد العريني، مرجع سابق ، ص ٥١ – ٥٤ .

(3) المرجع السابق ، ص ٢٢٧ .

لذلك سيتم تغطية جميع تلك الموضوعات من خلال التعرض لهـا وبيـان تفاصيلها في الفقرات التالية :

أولاً : الإفصاح عن نشرة الاكتتاب :

بعد صدور القرار من السلطة المختـصة فـي الدولـة بتأسـيس شـركة المساهمة أو شركة التوصية بالأسهم ونشره في الجريـدة الرسـمية علـى نفقـة المؤسسين ، يقوم المؤسسون وخلال مدة معينة من تاريخ صـدور قـرار الـسلطة المختصة بالتأسيس بالبدء في مرحلة جديدة ، هي مرحلة الاكتتاب فـي رأس مـال الشركة لغرض تجميع الجزء الأكبر منه .[١]

ويقصد بنشرة الاكتتاب ، المستند القانوني الذي يتضمن معلومات وبيانـات محددة ، وذلك لتمكين المستثمرين ومساعدتهم على اتخاذ القرار الصائب [٢] ، بغية الإقدام أو العدول عن شراء الأوراق المالية المقصودة في نشرة الاكتتـاب ، تلـك المعلومات والبيانات تتعلق بالأسهم والسندات وغيرها من الأوراق المالية وبالجهات المصدرة لهـا .

وخلال مرحلة الاكتتاب يقوم المؤسسون بدعوة الجمهـور للاكتتـاب فـي رأس مال الجهة المصدرة من خلال نشرة تعلن عـادة فـي صـحيفتين يـوميتين محليتين تصدران باللغة المعتمدة في الدولة ، وهي عادة تكون باللغة العربية ، فـي البلاد العربية وقد يضاف إليها في بعض البلدان النشر في صحيفة تـصدر باللغـة الإنجليزية .

وقد كان يشترط سابقاً في دولة الإمارات العربية المتحدة على المؤسـسيين أن يقدموا نسخة من نشرة الاكتتاب إلى إدارة التجارة الداخلية بوزارة الاقتصاد قبل

(1) هي في قانون الشركات الاتحادي لدولة الإمارات العربية المتحدة رقم ٨ لسنة ١٩٨٤ خمسة عشر يوماً يجب خلالها على المؤسسين المباشرة بإجراءات الاكتتاب في أسهم الشركة ؛ د.فايز نعيم رضوان ، الشركات التجارية ، مرجع سابق ، ص ٢٧٤ .

(2) B. O'neilll Wyss, op. cit, page No. 166.

إعلانها بخمسة أيام وذلك لغرض مراجعتها [١] ، وللإدارة المذكورة الحق في تكليف المؤسسين بإجراء أية تعديلات تراها ضرورية على النشرة لتتفق وأحكام قانون الشركات التجارية الاتحادي رقم ٨ لسنة ١٩٨٤ ، وبشكل خاص لتتفق وأحكام القرار الوزاري رقم ٣٥ لسنة ١٩٨٥ في شأن البيانات التي تتضمنها النشرة الخاصة بدعوة الجمهور للاكتتاب في أسهم وسندات شركات المساهمة .[٢]

إلا أن ذلك قد تغير أخيراً عندما تم إحالة هذا الموضوع إلى هيئة الأوراق المالية والسلع ليكون من اختصاصها وفقاً للقرار الصادر عن المجلس الوزاري للخدمات في دولة الإمارات العربية المتحدة [٣] ، وتبعاً لهذا التعديل في الاختصاص فإنه يجب أن تُرسل نسخة من نشرة الاكتتاب إلى هيئة الأوراق المالية والسلع لغرض اعتمادها بدلاً من وزارة الاقتصاد .

وفي جمهورية مصر العربية لا يجوز طرح أوراق مالية لأية شركة في اكتتاب عام للجمهور إلا بناءً على نشرة اكتتاب يتم اعتمادها من قبل الهيئة العامة لسوق المال ، وتنشر في صحيفتين يوميتين صباحيتين واسعتي الانتشار تكون إحداهما على الأقل باللغة العربية ، ويجوز أن تحرر نشرة الاكتتاب وفقاً للنماذج المعدة من قبل الهيئة .[٤]

---

(1) المادة ١٣٥/ ٢ من قانون الشركات لدولة الإمارات العربية المتحدة رقم ٨ لسنة ١٩٨٤ .

(2) المادة ٩ من القرار الوزاري رقم ٣٣ لسنة ١٩٨٥ بشأن تنظيم إجراءات تأسيس شركة المساهمة في دولة الإمارات العربية المتحدة ؛ د. فايز نعيم رضوان ، الشركات التجارية ، مرجع سابق ، ص ٢٧٧ .

(3) حيث صدر قرار المجلس الوزاري للخدمات في دولة الإمارات العربية المتحدة رقم ٣ / ٣ لسنة ٢٠٠٧ والذي تولت بموجبه هيئة الأوراق المالية والسلع في دولة الإمارات العربية المتحدة تلقي كافة طلبات تأسيس شركات المساهمة العامة واستكمال كافة الإجراءات الخاصة بذلك والإشراف عليها بدلاً من وزارة الاقتصاد (تم نشر مقتطفات من القرار المذكور على الموقع الالكتروني لهيئة الأوراق المالية والسلع بتاريخ ٢٠٠٧/٥/٢) ، ولقد كان لدى الباحث في بدايات إعداد هذا البحث رأي في هذا الموضوع بأن يحال ذلك إلى هيئة الأوراق المالية والسلع بدلاً من وزارة الاقتصاد نظراً للارتباط الوثيق بينه وبين اختصاصات الهيئة .

(4) د.محمد فريد العريني ، مرجع سابق ، ص ٤٧ - ٤٨ ؛ انظر نص المادة ٤ من قانون سوق رأس المال المصري رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ ، والمادة ٤٠/ ٢ من اللائحة التنفيذية للقانون نفسه ، وبموجب هاتين المادتين فقد تم إلغاء الاكتتاب الحكمي الذي كان موجوداً في القانون رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١ والذي كان يجعل الشركة من شركات الاكتتاب العام في حالة بلوغ عدد المكتتبين فيها ١٠٠ مكتتب إضافة إلى الشروط الأخرى ، د. رجب أحمد محمود و المستشار رجب عبدالحكيم سليم ، مرجع سابق ، ص ٢٠٨ .

وقبل هذا الإجراء فإن على المؤسسين وفقاً للقانون المصري أن يبادروا بإخطار الهيئة العامة لسوق المال برغبتهم في إصدار أوراق مالية ، ومن ثم يستمرون في إجراءات الإصدار إذا لم يرد من الهيئة خلال ثلاثة أسابيع من تاريخ توجيه الإخطار ما يفيد الاعتراض .(١)

أما في فرنسا فإن الشركات المصدرة لا تلجأ إلى الجمهور لغرض الاكتتاب العام في أوراقها المالية إلا من خلال الوسائل التي حددها المشرع الفرنسي في قانون الشركات رقم ٥٣٧ الصادر سنة ١٩٦٦ ، وتتركز تلك الوسائل بما يلي :(٢)

١. عن طريق قيد الشركة أوراقها المالية لدى البورصة .
٢. لجوء الشركة إلى إحدى الشركات المتخصصة في الترويج للاكتتاب .
٣. ترويج الشركة للاكتتاب في أوراقها المالية بواسطة الإعلان في وسائل الإعلام .

ثانياً : بيانات نشرة الاكتتاب :

تحقيقاً للشفافية المنشودة لتمكين الجمهور من الإطلاع والإحاطة بالتفاصيل الكاملة للشركة طور التأسيس ، أوجب المشرع على المؤسسين أن يقوموا بتضمين نشرة الاكتتاب في أسهمها عند تأسيسها جملة من البيانات والمعلومات عن تلك الشركة والأسهم المطروحة للاكتتاب العام على الجمهور .(٣)

---

(1) المادة ٢ من قانون سوق رأس المال المصري رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ ، وقد ذهب بنفس الاتجاه المشرع البحريني باعتباره مجلس إدارة سوق البحرين للأوراق المالية الجهة المخولة بمنح الموافقة على طرح أسهم شركات المساهمة في حالات الاكتتاب في أسهم الشركات المساهمة قيد التأسيس ، وفي الاكتتاب في أسهم زيادة رأس المال ، وفي حالات تغيير الشكل القانوني ، وذلك بعد الحصول على موافقة وزارة التجارة ، وفقاً للمادة الأولى من قرار مجلس إدارة سوق البحرين للأوراق المالية رقم ٤ لسنة ١٩٩٢ ، وكذلك الحال بالنسبة للمشرع القطري في المادة ٤٥ من اللائحة الداخلية لسوق الدوحة للأوراق المالية الصادرة بموجب قانون إنشاء سوق الدوحة للأوراق المالية رقم ١٤ لسنة ١٩٩٥ .

(2) د.علي سيد قاسم ، مراقب الحسابات : دراسة قانونية لدور مراقب الحسابات في شركة المساهمة ، دار الفكر العربي ، القاهرة ، مصر ، ١٩٩١ ، ص ٣١ .

(3) د. محمد فريد العريني ، مرجع سابق ، ص ٤٨ .

وقد حدد المشرع الإماراتي البيانات التي يجب أن تتضمنها نشرة الاكتتاب :[(١)]

١. اسم الشركة ، ورقم وتاريخ قرار السلطة المختصة بتأسيسها .
٢. تاريخ عقد التأسيس ، وملخص عنه وعن النظام الأساسي للشركة ، وبيان لنشاط الشركة .
٣. أسماء المؤسسين وجنسياتهم ، وعدد الأسهم التي اكتتب بها كل واحد منهم ، ونوعها ، ومقدار ما دفعه من قيمتها .
٤. أسماء الشركاء المتضامنين في شركات التوصية بالأسهم ، ومهنهم ، وجنسياتهم ، وعناوينهم ، وعدد ونوع الأسهم التي اكتتب بها كل منهم ، ومقدار ما دفعه من قيمتها .
٥. رأس مال الشركة عند التأسيس ، والقيمة الاسمية للسهم ، وعدد الأسهم .
٦. تاريخ بدء الاكتتاب ومكانه وشروطه ، واسم المصرف الذي سيتم الاكتتاب بواسطته ، والتاريخ المحدد لقفل باب الاكتتاب ، بحيث لا يقل عن عشرة أيام ولا يزيد على تسعين يوماً من بدء الاكتتاب .[(2)]
٧. المبلغ المطلوب من قيمة السهم عند الاكتتاب بحيث لا يقل عن ربع القيمة الاسمية للسهم ومصاريف الإصدار .
٨. الحد الأعلى لعدد الأسهم التي يمكن للشخص الواحد أن يكتتب بها .
٩. أسماء أعضاء اللجنة المفوضة بتأسيس الشركة في حالة شركات المساهمة العامة.
١٠. عدد الأسهم التي يشترط تملكها للحصول على عضوية مجلس الإدارة.
١١. الحد الأدنى للنسبة المقررة لمواطني الدولة من أسهم الشركة وشروط التصرف فيها .

---

(1) المادة ٧٧ من قانون الشركات التجارية الاتحادي لدولة الإمارات العربية المتحدة رقم ٨ لسنة ١٩٨٤ والقرار الوزاري رقم ٦٨ لسنة ١٩٨٩ في شأن البيانات التي تتضمنها النشرة الخاصة بدعوة الجمهور للاكتتاب العام في أسهم وسندات شركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم .

(2) انظر في ذلك أيضاً بالنسبة للأسهم المادة ٧٦ من قانون الشركات التجارية الكويتي رقم ١٥ لسنة ١٩٦٠ ، وبالنسبة لسندات الدين المادة ١١٩ من القانون نفسه .

١٢. بيان تقريبي مفضل بعناصر مصروفات التأسيس التي ينتظر أن تتحملها الشركة .

١٣. تاريخ بداية السنة المالية للشركة وانتهائها وتاريخ نهاية الفترة المالية الأولى .

١٤. بيان عن طريقة توزيع الربح الصافي للشركة .

١٥. طريقة تخصيص الأسهم إذا بلغت طلبات الاكتتاب أكثر من المعروض للاكتتاب .

١٦. وعند قيام المؤسسين بتعيين مجلس الإدارة ومراجعي الحسابات في نظام الشركة فيذكر :

أ. أسماء أعضاء مجلس الإدارة وصفاتهم وعناوينهم والمخصصات المالية المقررة لهم وعدد الأسهم التي يملكها كل منهم .

ب. أسماء مراجعي حسابات الشركة وعناوينهم .

١٧. أية أمور أخرى تؤثر على حقوق المساهمين والتزاماتهم .

كما يجب أن يضع المؤسسون تواقيعهم على نشرة الاكتتاب ، وهم مسئولون بالتضامن عن صحة البيانات الواردة بها .(١)

وعند إصدار أسهم مقابل حصص عينية يجب أن تتضمن نشرة الاكتتاب البيانات التالية :(٢)

١. ملخص الموجودات المادية والمعنوية المقدمة في مقابل الأسهم العينية وأسماء مقدميها وشروط تقديمها ، مع بيان ما إذا كانوا من المؤسسين أو من أعضاء مجلس الإدارة ، وملخص لمدى فائدة الشركة من هذه الموجودات ، والقيمة المطلوبة لكل منها أصلاً .

---

(1) المادة ٧٧ من قانون الشركات التجارية الاتحادي لدولة الإمارات العربية المتحدة رقم ٨ لسنة ١٩٨٤ .

(2) المادة ٢ من القرار الوزاري رقم ٦٨ لسنة ١٩٨٩ في شأن البيانات التي تتضمنها النشرة الخاصة بدعوة الجمهور للاكتتاب العام في أسهم وشركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم في دولة الإمارات العربية المتحدة .

٢. جميع حقوق الرهن والامتياز المترتبة على الحصص العينية .

٣. تاريخ صدور قرار وزير الاقتصاد بتعيين اللجنة المكلفة بتقويم الحصص العينية وأسماء أعضاء اللجنة وصفاتهم .

٤. ملخصاً كافياً من تقرير اللجنة بشأن الحصص العينية ، والقيمة التي قدرتها لكل منها .

٥. عدد الأسهم المسددة القيمة والمصدرة في مقابل هذه الحصص العينية .

كما يجب أن تتضمن نشرة الاكتتاب في أسهم زيادة رأس المال البيانات الآتية :[1]

١. الإشارة إلى الجمعية العمومية التي قررت الزيادة ، ومواد النظام الأساسي للشركة التي استندت إليها الجمعية في تقرير الزيادة ، وبيان أن الأسهم قد سُددت قيمتها بالكامل .

٢. مقدار الزيادة في رأس المال ، وعدد الأسهم والقيمة الاسمية للسهم ، وعلاوة الإصدار وأسبابها ، مع الإشارة إلى موافقة وزارة الاقتصاد والسلطة المحلية المختصة في الإمارة المعنية بتحديد علاوة الإصدار .

٣. عدد الأسهم التي اكتتب فيها المساهمون بالأولوية ، وعدد الأسهم المطروحة للاكتتاب العام .

٤. إذا كان جزء من الزيادة في مقابل أسهم عينية فيجب أن تتضمن النشرة الأحكام المبينة في المادة السابقة (المادة ٢) .

٥. ملخصاً وافياً عن المركز المالي للشركة ، وبياناً مفصلاً بالأسباب التي دعت إلى زيادة رأس المال ، ومدى توقع إفادة الشركة من هذه الزيادة .

---

(1) وهو ما اشترطته المادة ٣ من القرار الوزاري رقم ٦٨ لسنة ١٩٨٩ في شأن البيانات التي تتضمنها النشرة الخاصة بدعوة الجمهور للاكتتاب العام في أسهم وشركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم في دولة الإمارات العربية المتحدة .

هذه البيانات والمعلومات يجب أن تتضمنها نشرة الاكتتاب فيما يتعلق بالأسهم سواء تلك التي يكتتب فيها عند تأسيس الشركة أو عند زيادة رأسمالها .

أما البيانات والمعلومات التي يجب أن تتضمنها نشرة الاكتتاب بالنسبة لسندات الدين فقد حددها المشرع الإماراتي بما يلي :[1]

١. ملخص لقرار الجمعية العمومية بإصدار سندات الدين ومواد النظام الأساسي التي استندت إليها ، وسبب إصدارها .
٢. مقدار رأس مال الشركة ، وتقرير بسداده بالكامل .
٣. مقدار القرض ، وعدد السندات ، والقيمة الاسمية للسند ، وسعر الفائدة ، والمزايا الأخرى .
٤. ذكر قرار السلطة المحلية المختصة بشأن الترخيص بإصدار السندات ذات النصيب .
٥. بيان ما إذا كان الإصدار بعلاوة أو بخصم ومقدار ذلك .
٦. طريقة تخصيص السندات إذا بلغت طلبات الاكتتاب أكثر من المعروض للاكتتاب .
٧. بيان ما إذا كان سداد قيمة السند سيكون على أساس القيمة الاسمية أو بعلاوة أو بخصم .
٨. مدة القرض ، وطريقة سداده ، وبيان ما إذا كان في نهاية المدة أو خلالها باستهلاكه سنوياً ، وفي الحالة الأخيرة يذكر الإجراء الذي ستتبعه الشركة في الاستهلاك وشروطه وكيفيته ومدته .
٩. الإشارة للجهة الضامنة للقرض ، وفيما إذا كان مقتصراً على الموجودات الثابتة أو المتداولة أو عليهما معاً ، مع ذكر القيمة الدفترية لهذه الموجودات يوم الإصدار ، أو حسب آخر ميزانية معتمدة إذا ظلت الموجودات على حالها.

---

(1) المادة ٤ من القرار الوزاري رقم ٦٨ لسنة ١٩٨٩ في شأن البيانات التي تتضمنها النشرة الخاصة بدعوة الجمهور للاكتتاب العام في أسهم وشركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم في دولة الإمارات العربية المتحدة .

١٠. الإشارة إلى حقوق الامتياز السابقة على هذه الموجودات أو بعضها ومقدار الدين الممتاز .

١١. مقدار السندات السابقة وضماناتها ومقدار ما لم يتم وفاؤه منها وقت إصدار السندات الجديدة .

١٢. ملخص عن المركز المالي للشركة عند النشر ومقدار رأس المال العامل .

١٣. أسباب إصدار القرض ومدى توقع إفادة الشركة من قيمته .

١٤. تاريخ بدء الاكتتاب ، والمصارف التي سيتم الاكتتاب من خلالها ، وتاريخ قفل باب الاكتتاب .

وبشكل عام فإنه يجب أن يرفق بنشرة الاكتتاب تقرير ، يعده ويوقعه مراجع الحسابات ، يتضمن ما يفيد أنه اطلع على نشرة الاكتتاب ، وراجع ما تضمنته من بيانات رقمية على مستنداتها ونتيجة مراجعته [١] ، ويجب أن يتضمن التقرير في حالة إصدار أسهم لزيادة رأس المال أو سندات دين البيانات التالية :

١. يجب أن يكون تقرير مراجع الحسابات عن السنتين الماليتين السابقتين على زيادة رأس المال ما لم تكن المدة السابقة أقل .

٢. ملخص الموجودات ، مع التفرقة بين الثابتة والمتداولة والمطلوبات في كل من السنتين السابقتين ما لم تكن المدة السابقة أقل .

وبالانتقال إلى ما تقرره القوانين المقارنة بالنسبة للمعلومات والبيانات التي تتضمنها نشرة الاكتتاب [٢] ، ومنها على سبيل المثال القانون المصري ، نجد أنه لا يختلف عما يقرره القانون الإماراتي في الأحكام المنوه عنها سابقاً سوى فيما

---

(1) انظر في هذا الخصوص المادة ٢ / ٧ من قرار مجلس إدارة سوق البحرين للأوراق المالية رقم ٤ لسنة ١٩٩٢ بشأن تحديد متطلبات نشرة إصدار الأوراق المالية للشركات المساهمة .

(2) انظر نص المادة ٧٦ من قانون الشركات التجارية الكويتي رقم ١٥ لسنة ١٩٦٠ ، والمادة ٩٩/ ب من قانون الشركات الأردني رقم ٢٢ لسنة ١٩٩٧ ، والمادة ٣٥ من قانون الأوراق المالية الأردني لسنة ٢٠٠٢ ، والمادة ٥/ب بدلالة المادة ٤ من تعليمات إدراج الأوراق المالية في بورصة عمّان الصادرة بالاستناد لأحكام المادة ٧٢ من قانون الأوراق المالية رقم ٧٦ لسنة ٢٠٠٢ .

يوجبه القانون المصري من اعتماد الهيئة العامة لسوق المال المصرية لنشرة الاكتتاب [1] ، حيث كانت تعتمد سابقاً وفقاً للقانون الإماراتي من قبل إدارة التجارة الداخلية في وزارة الاقتصاد وذلك قبل التعديل الذي صدر عن المجلس الوزاري للخدمات رقم ٣/٣ لسنة ٢٠٠٧ والذي تولت بموجبه هيئة الأوراق المالية والسلع تلقي كافة طلبات تأسيس شركات المساهمة العامة واستكمال كافة الإجراءات الخاصة بذلك والإشراف عليها بدلاً من وزارة الاقتصاد .

كما يجب إقرار الهيئة العامة لسوق المال المصرية لنشرة الاكتتاب الموجهة للجمهور في هذا الشأن قبل طرح أسهم الشركة للاكتتاب العام ، وأن تشتمل نشرة الاكتتاب كحد أدنى على كافة البيانات الواردة في الملحق رقم ٢ من اللائحة التنفيذية لقانون الشركات المصري [2] ، ويتضمن هذا الملحق الأحكام العامة المتعلقة بالبيانات الواجب أن تشتملها نشرة الاكتتاب ، والأحكام الخاصة بالأسهم العينية ، والأحكام الخاصة بزيادة رأس المال ، والأحكام الخاصة بسندات الدين ، والأحكام المتعلقة بتقرير مراجع الحسابات .

كما يجب على المؤسسين وفقاً للقانون المصري – وقبل البدء في عملية الاكتتاب – أن يقدموا إلى الهيئة العامة لسوق المال أصل نشرة الاكتتاب موقعاً عليها من جميع المؤسسين أو من ينوب عنهم قانوناً ، ويجب أن يرفق بالنشرة المذكورة تقرير من مراجع حسابات الشركة يفيد بصحة البيانات الواردة في النشرة ومطابقتها لمتطلبات القانون واللائحة التنفيذية .[3]

وقد حظر المشرع المصري خلال هذه الفترة وقبل اعتماد نشرة الاكتتاب

(1) وفقاً للمادة ٣٢ / ١ من قانون الشركات المصري رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١ يشترط لدعوة الجمهور للاكتتاب في الأسهم أن يتم بنشرة تشتمل على البيانات والكيفية التي تحددها اللائحة التنفيذية لقانون الشركات المذكور ، وانظر في هذا الشأن المواد ٤ و ٥ و ٧ من قانون سوق رأس المال المصري رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ ، والمواد ٤٠ و ٤٢ و ٤٣ و ٤٤ و ٤٥ و ٤٦ و ٥٠ و ٥١ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري .

(2) المادة ١٢ من اللائحة التنفيذية لقانون الشركات المصري رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١ .

(3) المادة ١٣/ ١ من اللائحة التنفيذية لقانون الشركات المصري ؛ د.سميحة القليوبي ، الشركات التجارية ، الجزء ٢ ، ط٣ ، ١٩٩٣ ، دار النهضة العربية ، القاهرة ، مصر ، ص ١٨٤- ١٨٦ .

من قبل الهيئة العامة لسوق المال إجراء أي شكل من أشكال النشر لبيانات النشرة يتضمن الترويج للأوراق المالية ، ولكن أجاز فقط بعد تقديم النشرة للهيئة توزيع إعلانات أو نشرات أو خطابات أو أي بيانات أساسية عن نشاط المشروع ، بشرط أن يشار بشكل واضح إلى أن النشرة لم تعتمد بعد .[١]

ومن الأمور التي يشكر عليها بعض المشرعين في الاتجاه الذي اتخذوه في منح المؤسسين قدراً معيناً من الحرية في الإضافة لنشرة الاكتتاب ما يرونه ضرورياً من المعلومات والبيانات المتعلقة بالشركة بالشكل الذي يتمكن من خلالها الجمهور الإطلاع على حقيقة المركز المالي للشركة والتعرف على حقيقة أنشطتها ومنحهم التصور الصحيح عنها ، وقد حدد البعض من أولئك المشرعين تلك المعلومات والبيانات المؤثرة في حقوق المساهمين .[٢]

وفي حال تحقق بعض التغيرات في المعلومات والبيانات التي قد تطرأ على الشركة أثناء فترة تأسيسها فقد أعطت القوانين ومنها القانون المصري الحق للمؤسسين في تقديم طلب التعديل لبيانات نشرة الاكتتاب إلى الهيئة العامة لسوق المال خلال أسبوع من تاريخ وقوع التغيير الذي يستوجب تعديل بيانات النشرة ، مما يستوجب عند تقديم هذا الطلب توقف الاكتتاب لمدة عشرة أيام من تاريخ تقديم طلب التعديل ، على أن يقوم المؤسسون بإخطار المكتتبين والحاصلين على نشرة الاكتتاب بما حدث من تعديل في النشرة .[٣]

---

(1) المادة ٥١ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري ؛ وقد ذهب المشرع الأردني في الاتجاه نفسه فيما يتعلق باشتراط إرفاق البيانات والمعلومات والمستندات المؤيدة لنشرة الاكتتاب ، وهذا ما قضت به المادة (٤/ ب ، ج) من تعليمات إدراج الأوراق المالية في بورصة عمان الصادرة بالاستناد لأحكام المادة ٧٢ من قانون الأوراق المالية رقم ٧٦ لسنة ٢٠٠٢ ، وانظر في هذا السياق البيانات التي حددتها المادة ٢ من قرار مجلس إدارة سوق البحرين للأوراق المالية رقم ٤ لسنة ١٩٩٢ بشأن تحديد متطلبات نشرة إصدار الأوراق المالية للشركات المالية .

(2) عباس مرزوق فليح العبيدي ، الاكتتاب في رأس مال الشركة المساهمة ، دار الثقافة للنشر والتوزيع ، ١٩٩٨ ، عمان ، الأردن ، ص ٩٥ ؛ وقد ورد النص في قانون الشركات الاتحادي لدولة الإمارات العربية المتحدة رقم ٨ لسنة ١٩٨٤ بما قد يفهم منه التزام هذا المنحى ما نصت عليه المادة (٧٧ / ٦) بوجوب تضمين النشرة أية أمور أخرى تؤثر على حقوق المساهمين أو التزاماتهم ، إلا أن قانون الشركات العراقي رقم ٢١ لسنة ١٩٩٧ جاء بنص المادة (٣٩ / ثالثاً / ٧) بشكل أكثر شمولاً في تقرير الحق للمؤسسين بإضافة أية معلومات يرونها في نشرة الاكتتاب .

(3) المادة ١٥ من اللائحة التنفيذية لقانون الشركات المصري رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١ ، ولا يوجد مثل هذا النص في القانون الإماراتي إلا أنه لا يوجد ما يمنع تطبيق مثل هذا الحكم في حال تحقق هذه الحالة .

ثالثاً : متطلبات الإفصاح لإدراج الأوراق المالية في البورصة :

طبقاً للقواعد المنظمة لبورصات الأوراق المالية يجب على كل جهة مصدرة للأوراق المالية بما فيها شركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم إذا ما باشرت بإجراءات إدراج أوراقها المالية في البورصة أن تعد ما يعرف بـ " النشرة التمهيدية " ، والتي تعدّ مصدراً للبيانات الرئيسية للمستثمرين ، كونها توفر كافة المعلومات والبيانات الخاصة بالجهة طالبة الإدراج خلال الفترة السابقة على الإدراج وإستراتيجيتها المستقبلية .[١]

ومن جهتها فإن هيئة الأوراق المالية والسلع في دولة الإمارات العربية المتحدة ممثلةً بمجلس إدارتها واستناداً لقرار مجلس الوزراء رقم ١٢ لسنة ٢٠٠٠ بشأن النظام الخاص بإدراج الأوراق المالية والسلع لا تنظر في طلب إدراج أية أوراق مالية إلا أن يكون مشفوعاً بالمستندات اللازمة تبعاً لنوع الورقة المالية المطلوب إدراجها ، وتأتي في مقدمة تلك المستندات التقرير الصادر عن مجلس إدارة الشركة الذي يتضمن جملة من البيانات والمعلومات عن الشركة المصدرة ومركزها المالي والاقتصادي ، وعن أعضاء مجلس إدارتها والأوراق المالية التي يملكونها هم وأقاربهم من الدرجة الأولى ، وكذلك البيانات والمعلومات عن الأوراق المالية المطلوب إدراجها ، إضافة إلى البيانات المالية للشركة على أن تكون معتمدة من قبل مراجع الحسابات .[٢]

ويشترط لإدراج الأوراق المالية للشركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم المؤسسة في الدولة ، أن تلتزم الشركة بنشر ميزانيتها ونتائج أعمالها في

---

(1) د.صفوت عبدالسلام ، الشفافية والإفصاح والأثر على كفاءة سوق رأس المال ، مرجع سابق ، ص ٥٥ .

(2) المادة ٧ من القرار المذكور ، كما ذهبت تشريعات مالية أخرى بنفس الاتجاه منها على سبيل المثال قرار لجنة سوق الكويت للأوراق المالية رقم ١ لسنة ١٩٩٣ في شأن شروط قيد وتداول أسهم الشركات المساهمة في سوق الكويت للأوراق المالية في المادة (٢ / ٦) من القرار المذكور باشتراطها على الشركة إعداد نشرة تمهيدية للتعريف عن تاريخ وأوضاع الشركة المالية معتمدة من قبل مراقب حساباتها وذلك شرط للتقدم بطلب لإدراجها في السوق المذكور .

وسائل النشر اليومية وذلك قبل السماح بتداول أسهمها في السوق ، أما الشركات الأجنبية فيخضع إدراج أوراقها المالية للشروط التي يضعها مجلس إدارة الهيئة .[١]

وقد صدر عن هيئة الأوراق المالية والسلع في دولة الإمارات العربية المتحدة القرار رقم ٣ لسنة ٢٠٠٠ بشأن النظام الخاص بالإفصاح والشفافية منظماً فيه أحكام الإفصاح والشفافية في تلك الأسواق ، وكذلك أحكام الإفصاح المتعلق بكل من هيئة الأوراق المالية والسلع والأسواق المرخصة في الدولة ، وكذلك أحكام الإفصاح من قبل الجهات والشركات المدرجة ومجالس إداراتها والذي ينقسم بدوره إلى نوعين من الإفصاح ، هما : الإفصاح السابق للإدراج والإفصاح اللاحق للإدراج ، ولا يجوز وفقاً لأحكام هذا القرار إدراج أية أوراق مالية في أسواق الدولة إلا بعد موافقة هيئة الأوراق المالية والسلع على هذا الإدراج .[٢]

ومن متطلبات إدراج الأوراق المالية في تلك الأسواق أن يرفق طلب الإدراج بالبيانات والمعلومات التي من شأنها أن تفصح عن الواقع الحقيقي للشركة .[٣]

وتلك البيانات تدخل فيما يعرف بـ (النشرة التمهيدية) التي تصدر عن الشركة لمتطلبات إدراج أوراقها المالية في البورصة ، وتتضمن هذه النشرة تقريراً صادراً عن مجلس إدارة الشركة يتضمن عدداً من البيانات والمعلومات عن تأسيس الشركة وأغراضها وعلاقاتها بالشركات الأخرى ، ووصفاً للأوراق المالية التي سبق لها أن أصدرتها وما ترغب إدراجه منها في السوق ، إضافة إلى تقييم مجلس إدارة الشركة لأدائها وإنجازاتها وبيان بالأحداث الهامة السابقة التي مرت بها ،

(1) المادة (٦/ ١/ ح) ، والمادة (٦ / ٢) من قرار مجلس الوزراء لدولة الإمارات العربية المتحدة رقم ١٢ لسنة ٢٠٠٠ بشأن النظام الخاص بإدراج الأوراق المالية والسلع .

(2) المادة ٢٨ من القرار المذكور .

(3) المادة ٢٩ من قرار مجلس إدارة هيئة الأوراق المالية والسلع في دولة الإمارات العربية المتحدة رقم ٣ لسنة ٢٠٠٠ بشأن النظام الخاص بالإفصاح والشفافية ، وفي نفس الاتجاه المادة ١٠ من القرار الوزاري رقم ٣٥ في شأن إصدار اللائحة الداخلية لسوق الكويت للأوراق المالية التي تجيز لأي شركة مساهمة كويتية تطرح أسهمها للاكتتاب العام أن تتقدم بطلب إدراج أوراقها المالية في السوق مرفقاً به كافة المستندات والمعلومات التي تطلبها إدارة السوق .

وأسماء أعضاء مجلس الإدارة والمديرين التنفيذيين مع بيان ما يملكون من أسهم هم وأقربائهم من الدرجة الأولى ومن تصل مساهمتهم في الشركة هم وأولادهم القُصَّر ٥% فأكثر ، وبيان لنسبة مساهمة غير المواطنين في رأس مال الشركة ، كما يجب أن يرفق أيضاً مع طلب الإدراج بيان مالي يشتمل على تقرير عن السنة المالية السابقة لتاريخ تقديم طلب الإدراج مشفوعاً بتقرير كل من مجلس الإدارة ومراجع الحسابات ، بالإضافة إلى البيانات المالية الدورية التي تغطي الفترة الزمنية منذ نهاية السنة المالية السابقة لتاريخ تقديم الطلب وحتى نهاية الربع الأخير الذي يسبق تاريخ تقديم الطلب على أن تكون معتمدة من مراجع الحسابات . ويسأل أعضاء مجلس إدارة الشركة المدرجة أو التي تتقدم بطلب الإدراج عن اكتمال وصحة المعلومات والبيانات المالية التي تقدمها للهيئة والسوق لأغراض الإدراج .[١]

كما يجب على الشركة التي توافق الهيئة على إدراج أوراقها المالية في البورصة أن تقوم قبل عشرة أيام من تاريخ الإدراج بالإعلان عن بيانها المالي السنوي والمرحلي وملخص عن تقرير مجلس الإدارة المقدم لغايات الإدراج ، وذلك في صحيفتين يوميتين واسعتي الانتشار تصدران في الدولة باللغة العربية ، ويعلق التداول في الأوراق المالية المذكورة على تحقق هذا الشرط .[٢]

ومما تجدر الإشارة إليه في هذا المجال النجاح الذي حققته سوق عمّان المالي وذلك بتحديدها النماذج والبيانات التي يجب أن تضمنها الشركات طالبة الإدراج في السوق في نشرات إصدار الأوراق المالية ، بالإضافة إلى قيام هذه البورصة بإصدار دليل شامل للشركات المساهمة الأردنية .[٣]

---

(1) المادة ٣٠ من قرار هيئة الأوراق المالية والسلع في دولة الإمارات العربية المتحدة رقم ٣ لسنة ٢٠٠٠ بشأن النظام الخاص بالإفصاح والشفافية .

(2) وفقاً للمادة رقم ٣١ من قرار هيئة الأوراق المالية والسلع في دولة الإمارات العربية المتحدة رقم ٣ لسنة ٢٠٠٠ بشأن النظام الخاص بالإفصاح والشفافية المعدلة وفقاً للمادة الأولى من قرار رئيس مجلس إدارة الهيئة رقم ٧٥/ ر لسنة ٢٠٠٤ ، وانظر أيضاً المادة ١٨من قرار مجلس الوزراء الإماراتي رقم ١٢ لسنة ٢٠٠٠ بشأن النظام الخاص بإدراج الأوراق المالية والسلع .

(3) د.محمد صالح جابر ، مرجع سابق ، ص ١٠٥ .

ولدى البحث في شروط الإدراج في البورصات الأمريكية يلاحظ أنه يجب على الجهة طالبة الإدراج أن تحقق صافي أرباح – قبل الضريبة – عن السنة السابقة للإدراج لا يقل عن مليونين وخمسمائة ألف دولار أمريكي ، وللسنتين السابقتين عن مليوني دولار ، أو أن لا يقل الربح – قبل الضريبة – عن ستة ملايين وخمسمائة ألف دولار للسنوات الثلاث السابقة على الإدراج ، وبحد أدنى لا يقل في السنة الأخيرة عن أربعة ملايين وخمسمائة ألف دولار .(١)

ونأمل من مشرعي الدول العربية أن يرتقوا بالتشريعات المنظمة لعمليات إدراج الأوراق المالية في البورصة إلى المرتبة التي وصلت إليها التشريعات الأجنبية ، وذلك لكي تتحقق الجدية في تأسيس الشركات والمصداقية في الإفصاح عن المعلومات والبيانات المالية الخاصة بها ، ولضمان الاستفادة من المشاريع التي تتولى إنجازها .

الفرع الثاني

الإفصاح اللاحق لإدراج الأوراق المالية في البورصة

بعد أن يتم قبول إدراج الأوراق المالية في البورصة وما تم الإفصاح عنه من بيانات ومعلومات تتعلق بالجهات المصدرة ، تأتي مرحلة ثانية تبدأ من تاريخ قبول الإدراج وهي المرحلة التي يتوجب خلالها على الجهات المدرجة الإفصاح اللاحق لإدراج الأوراق المالية في البورصة .

وقبل البحث في موضوع الإفصاح اللاحق لإدراج الأوراق المالية في البورصة ينبغي التطرق لبعض المتطلبات التي تشترطها التشريعات المنظمة لبورصات الأوراق المالية على الجهات المدرجة بأن توفي إدارة البورصة المقيدة

---

(1) انظر في ذلك : د.فهد عبدالرحمن اليحيى ، المضاربة على الأسهم قبل بدء الشركة في نشاطها ، بحث مقدم ضمن أعمال المؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر المنعقد برعاية جامعة الإمارات العربية المتحدة وغرفة تجارة وصناعة دبي ، دبي ، الإمارات العربية المتحدة ، الفترة من ٦- ٨ مارس ٢٠٠٧ ، المجلد الرابع ، ص ١٥٩٢ .

فيها ببعض المستندات والوثائق والبيانات ، فعلى سبيل المثال أوجب المشرع المصري على الجهات المقيدة في البورصة بالوثائق الخاصة بالتعديلات التي أجريت على نظامها ، بالإضافة إلى صور من الميزانية والتقارير الصادرة عن مجلس الإدارة ومراجع الحسابات وبأسماء مجلس الإدارة ، وكذلك ببيان نصف سنوي متضمناً قيمة مساهمات أعضاء مجلس الإدارة والعاملين لديها ، وكل مساهم يملك ١٠% من أسهم الجهة المدرجة بالإضافة إلى أي وثائق تحددها الهيئة العامة لسوق المال .(١)

ويتضمن بحث موضوع الإفصاح اللاحق لإدراج الأوراق المالية في البورصة عدداً من الموضوعات الفرعية تتعلق بالإفصاح الدوري ، وكذلك الفوري عن المعلومات والبيانات في البورصة ، بالإضافة إلى الإفصاح عن المصالح وملكية الأوراق المالية ، والإفصاح عن اجتماعات الجمعية العمومية للمساهمين والقرارات التي تصدر عنها ، والإفصاح في ظل مواجهة عمليات غسل الأموال في البورصة ، وأخيراً بيان الوسائل المتبعة في الإفصاح عن المعلومات .

لذلك سيتم التطرق إلى جميع تلك الموضوعات من خلال الفقرات التالية :

أولاً : الإفصاح الدوري عن المعلومات والبيانات المالية :

يجب على الجهات المصدرة للأوراق المالية ، وبشكل خاص شركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم ، أن تقوم وبشكل دوري بالإفصاح عن المعلومات والبيانات المتعلقة بأنشطتها وبيان مركزها المالي وكافة المعلومات والبيانات المالية المتعلقة بها .

ويقصد بالإفصاح الدوري هنا ، الإفصاح عن التقارير والبيانات والمعلومات والقوائم المالية الدورية التي بطبيعتها لا تؤثر بشكل مباشر أو في ذات

(1) المادة ٨٧ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري .

وقت الإعلان عنها في سعر الورقة المالية ، ويُعدّ هذا النوع من الإفصاح من الواجبات المقررة على الجهات المدرجة طبقاً للتشريعات المنظمة للبورصة .[١]

وللإحاطة بموضوع الإفصاح الدوري عن المعلومات والبيانات الخاصة بالجهات المصدرة ينبغي تناوله من وجهتين ، أولاهما بيان مضمون الإفصاح الدوري ، وثانيهما بيان إجراءات تطبيقه .

١. مضمون الإفصاح الدوري عن المعلومات :

لقد أوجب المشرع الإماراتي على الجهات أو الشركات التي سبق إدراج أوراقها المالية في البورصة أن تخطر وتوافي كلاً من الهيئة والسوق بتقارير مالية دورية ربع سنوية ونصف سنوية ، وذلك خلال خمسة وأربعين يوماً من انتهاء الفترة الزمنية المحددة ، وأن تكون تلك التقارير موقعة من قبل مجلس إدارة تلك الجهة أو الشركة أو من يمثله وأن تكون مراجعة من قبل مراجع الحسابات الخارجي ، وأن تصدر تلك التقارير باللغتين العربية والإنجليزية ، وأن تتضمن تقريري مجلس الإدارة ومراجع الحسابات ، وقائمة المركز المالي وقائمة الدخل وقائمة التدفقات النقدية وقائمة التغيرات في حقوق المساهمين والإيضاحات حول البيانات المالية .[٢]

وقد أجاز المشرع الإماراتي لتلك الجهات أو الشركات أيضاً خلال نفس الفترة المذكورة أن تخطر وتوافي كلاً من الهيئة والسوق بملخص عن الحسابات الختامية ، وهي عبارة عن بيانات مالية أولية غير مدققة (un audited) وغير مراجعة (un reviewed) وأن تكون تلك البيانات موقعة من قبل مجلس الإدارة أو من يخوله .[٣]

---

(1) د.عصام حنفي محمود ، التزام الشركات بالشفافية والإفصاح ، مرجع سابق ، ص ٤١ .

(2) المادة (٣٦ / ٧ / ب) من قرار هيئة الأوراق المالية والسلع في دولة الإمارات العربية المتحدة رقم ٣ لسنة ٢٠٠٠ بشأن النظام الخاص بالإفصاح والشفافية ، المعدلة بموجب المادة الأولى/ ب من قرار رئيس مجلس إدارة الهيئة رقم (٢٩/ ر) لسنة ٢٠٠٧ الصادر بتاريخ ٢٠٠٧/٣/٢٢ ، والمادة ١٩/ ل من قرار مجلس الوزراء الإماراتي رقم ١٢ لسنة ٢٠٠٠ بشأن النظام الخاص بإدراج الأوراق المالية والسلع .

(3) المادة (٣٦ / ٧ / أ) من قرار هيئة الأوراق المالية والسلع في دولة الإمارات العربية المتحدة رقم ٣ لسنة ٢٠٠٠ بشأن النظام الخاص بالإفصاح والشفافية ، المعدلة بموجب المادة الأولى/ أ من قرار رئيس مجلس إدارة الهيئة رقم (٢٩/ ر) لسنة ٢٠٠٧ الصادر بتاريخ ٢٠٠٧/٣/٢٢ .

كما أوجب المشرع أيضاً على تلك الجهات إخطار وموافاة كل من الهيئة وإدارة السوق بقرارات مجالس إداراتها الخاصة بتوزيع الأرباح على المساهمين أو بالإعلان عن الأرباح والخسائر لأخذ موافقة إدارة السوق على نشره .[1]

أما بالنسبة للمشرع المصري فقد أوجب على كل شركة مدرجة في البورصة أن تقدم على مسؤوليتها تقارير نصف سنوية عن نشاطها ونتائج أعمالها متضمنة البيانات التي تفصح عن مركزها المالي الصحيح ، إضافة إلى إعدادها الميزانية وغيرها من القوائم المالية لها طبقاً للمعايير المحاسبية ولقواعد المراجعة وتخطر بها الهيئة العامة لسوق المال ، بالإضافة إلى تقريري مجلس الإدارة ومراجع الحسابات قبل شهر من التاريخ المحدد لانعقاد الجمعية العمومية .[2]

أما المشرع الأردني فقد فرض على كل جهة مصدرة أن تقدم إلى هيئة الأوراق المالية تقريراً سنوياً يتضمن البيانات المالية مصدقة من مراجع حسابات ، وذلك خلال مدة لا تزيد على ثلاثة أشهر من تاريخ انتهاء السنة المالية للمنشأة [3] ، وعلى مجلس إدارة المنشأة إعداد تقرير نصف سنوي وموافاته لهيئة الأوراق المالية على أن يقوم بنشره خلال فترة لا تتجاوز شهر من تاريخ انتهاء تلك الفترة [4] ، كما تلتزم الجهات المدرجة في البورصة بتزويدها بتقرير ربع سنوي مدقق من قبل مراجع الحسابات وذلك خلال شهر من انتهاء الربع المعين .[5]

---

(1) المادة (٩/٣٦) من قرار هيئة الأوراق المالية والسلع في دولة الإمارات العربية المتحدة رقم ٣ لسنة ٢٠٠٠ بشأن النظام الخاص بالإفصاح والشفافية .

(2) المادة ٦ من قانون سوق رأس المال المصري رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ ، والمادة ٤٣ من قانون الأوراق المالية الأردني رقم ٧٦ لسنة ٢٠٠٢ والمادة ١٥ من تعليمات إدراج الأوراق المالية في بورصة عمّان لسنة ٢٠٠٤ ، ووفقاً للائحة التنفيذية لسوق رأس المال المصري نص الشطر الثاني من المادة ١٠١ على التزام كل بورصة بإخطار الهيئة العامة لسوق المال بموجب تقارير دورية عن حركة التداول بشكل يومي ونصف شهري وشهري وسنوي ، المواد ١/ أ ، ٢ .

(3) المادة ٤٣ من قانون الأوراق المالية الأردني رقم ٧٦ لسنة ٢٠٠٢ ، والمادة ٤ من تعليمات إفصاح الشركات المصدرة والمعايير المحاسبية ومعايير التدقيق لسنة ٢٠٠٤ (الأردن) ، والمادة ١٥ من تعليمات إدراج الأوراق المالية في بورصة عمّان .

(4) المادة ٦ من تعليمات إفصاح الشركات المصدرة والمعايير المحاسبية ومعايير التدقيق لسنة ٢٠٠٤ (الأردن) .

(5) المادة ١٥/ ب من تعليمات إدراج الأوراق المالية في بورصة عمّان (الأردن) .

وتبدو الأهمية في الإفصاح عن تلك المعلومات والبيانات لغرض الوقوف على الواقع الفعلي للمنشأة وبيان مركزها المالي والاقتصادي وخططها وبرامجها المستقبلية في ضوء مسيرة الشركة خلال حقبة زمنية معينة .[١]

وتعد القوائم المالية من المستندات الواجب الإفصاح عنها بشكل دوري والتي تتضمن المفردات الآتية :[٢]

أ. الميزانية العامة . Balance Sheet

ب. حساب الأرباح والخسائر .

ج. قائمة الدخل Income Statement

د. قائمة تغيرات حقوق الملكية لدى المساهمين . Statement of Changes in Equity

هـ. قائمة التدفقات النقدية . Cash Flow Statement

و. السياسة المحاسبية وإيضاحات القوائم المالية . Accounting Policies & Notes

ز. تقرير صادر عن مراجع الحسابات .

ح. ملخص نتائج أعمال المنشأة بالمقارنة مع الخطة المستقبلية الموضوعة مسبقاً .

٢. إجراءات الإفصاح الدوري عن المعلومات :

لا يكتمل دور الإفصاح الدوري عن المعلومات إلا من خلال القنوات التي توصلها إلى متلقيها من مستثمرين وأطراف أخرى فاعلة في البورصة ، وقد نصت جميع القوانين المنظمة لبورصة الأوراق المالية على الإجراءات التي تتبع لغرض

(1) د.صالح أحمد البربري ، قواعد الشفافية والإفصاح والأشخاص الملزمون بتطبيقها في سوق الأوراق المالية ، بحث مقدم ضمن أعمال المؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر برعاية جامعة الإمارات العربية المتحدة وغرفة تجارة وصناعة دبي ، دبي ، الإمارات العربية المتحدة ، الفترة من ٦- ٨ مارس ٢٠٠٧ ، المجلد الخامس ، ص ١٨٧٦ .

(2) د.طارق عبدالعال حماد ، تحليل القوائم المالية لأغراض الاستثمار ومنح الائتمان ، مرجع سابق ، ص ١٨ ؛ انظر أيضاً المادة ٤/ ج من تعليمات إفصاح الشركات المصدرة والمعايير المحاسبية ومعايير التدقيق لسنة ٢٠٠٤ (الأردن) .

الإفصاح عن المعلومات والبيانات الدورية من الأطراف الملزمة بها إلى الأطراف المستفيدة منها .

لذلك يجب ابتداءً على الجهات المصدرة للأوراق المالية أن تفصح عن بياناتها التي تكشف عن حقيقة مركزها المالي والاقتصادي حسب الفترات الزمنية التي حددتها لها التشريعات المنظمة لبورصات الأوراق المالية ، حيث إن هناك إفصاحاً سنوياً وآخر ربع سنوي ونصف سنوي ، والذي تأخذ به قوانين جميع الدول بما في ذلك القانون الإماراتي وغيره من القوانين الأخرى محل الدراسة ، وقد فرضت تلك التشريعات إجراءات عقابية على تلك الجهات فيما إذا أخلت بتلك التوقيتات وتأخرت عن الإفصاح في الوقت المحدد لها .(١)

ثانياً : الإفصاح الفوري عن المعلومات الجوهرية المؤثرة في أسعار الأوراق المالية :

تواجه الجهات المصدرة للأوراق المالية أثناء حياتها بعض الظروف والأحداث سواء أكانت أحداثاً إيجابية أم سلبية بشكل تكون فيها مؤثرة في المركز المالي والاقتصادي لتلك الجهات ، وبالتالي في أسعار أوراقها المالية المتداولة في البورصة ارتفاعاً وانخفاضاً تبعاً للحالة التي تواجهها .

ونظراً للتأثير الفعال لتلك الأحداث في المركز المالي والاقتصادي للجهات المصدرة ، وبالتالي في أسعار أوراقها المالية ، فقد درجت التشريعات المنظمة لبورصة الأوراق المالية على إلزام تلك الجهات ابتداءاً بالإفصاح عن تلك الأحداث ضماناً للشفافية في بورصة الأوراق المالية وفي وقت حدوثها دون أي تباطؤ في الإفصاح .

ولبيان الإفصاح الفوري عن المعلومات الجوهرية المؤثرة في أسعار الأوراق المالية فقد تم الإحاطة بهذا الموضوع من خلال الاطلاع على مضمون

---

(1) انظر المادة (١٤/ هـ) من القانون الاتحادي رقم ٤ لسنة ٢٠٠٠ بشأن هيئة وسوق الإمارات للأوراق المالية ، والمادة ٦٥ من قانون سوق رأس المال المصري رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ .

الإفصاح الفوري ، ثم الاطلاع على الإجراءات المتبعة في هذا النوع من الإفصاح ، وذلك من خلال الفقرتين التاليتين :

١. مضمون الإفصاح الفوري عن المعلومات :

تلتزم الجهات المصدرة للأوراق المالية وفقاً لواجبها في الإفصاح الفوري عن المعلومات المؤثرة بإخطار كل من هيئة الأوراق المالية وإدارة البورصة عن أية تطورات جوهرية تؤثر في أسعار تلك الأوراق حال وقوفها عليها .[١]

وقد قرر المشرع الإماراتي هذا الالتزام على تلك الجهات ، حيث أعطى أمثلة على الأحداث الجوهرية المؤثرة في أسعار الأوراق المالية ، كالكوارث أو الحرائق أو اندماج الشركات أو إصدار الشركة أوراقاً مالية جديدة أو توقف أحد خطوط الإنتاج أو التصفية الاختيارية أو الدعاوى المقامة من الشركة أو عليها ، وغير ذلك من الأحداث الهامة التي تؤثر في المركز المالي للجهة المدرجة ، كما أعطى المشرع الحق لإدارة السوق بنشر أي بيان يتعلق بتلك التطورات في الصحف المحلية ووسائل الإعلام الأخرى .[٢]

ويبدو على هذا التعداد لصور تلك الأحداث المؤثرة التي أوجب المشرع على الجهات المصدرة الإفصاح عنها أنه جاء على سبيل المثال وليس الحصر ، فالمعيار في تحديد تلك التطورات والأحداث هو أن تكون جوهرية ومؤثرة في سعر الورقة المالية .

وقد أكدت التشريعات المقارنة على واجب الجهات المدرجة في البورصة بالإفصاح الفوري عن المعلومات المؤثرة المتعلقة بأحداث جوهرية طارئة ، وأن

---

(1) المادة ٣٣ من قرار هيئة الأوراق المالية والسلع في دولة الإمارات العربية المتحدة رقم ٣ لسنة ٢٠٠٠ بشأن النظام الخاص بالإفصاح والشفافية ، والمادة ١٩ من قرار مجلس الوزراء لدولة الإمارات العربية المتحدة رقم ١٢ لسنة ٢٠٠٠ بشأن النظام الخاص بإدراج الأوراق المالية والسلع .

(2) المادة ٣٣ من قرار هيئة الأوراق المالية والسلع في دولة الإمارات العربية المتحدة رقم ٣ لسنة ٢٠٠٠ بشأن النظام الخاص بالإفصاح والشفافية .

تزود إدارة البورصة بتلك المعلومات حال تحققها ، ومن تلك القوانين كل من القانون المصري والقانون الكويتي والقانون القطري والقانون الأردني .[١]

وبالإشارة إلى المقصود بمصطلح (الأحداث الجوهرية الطارئة) فقد عرفها المشرع المصري بأنها " تلك الأحداث التي يكون لها تأثير ملموس في نشاط الشركة أو في مركزها المالي بما يكون له من تأثير في تداول أسهم الشركة بالبورصة " ، وقد أشار المشرع المصري في المادة نفسها التي ورد فيها التعريف المذكور إلى عدد من الحالات التي تعد من قبيل الأحداث الجوهرية .[٢]

كما عرف المشرع الأردني "الأحداث الجوهرية " بأنها ، " أي واقعة أو معلومة قد تؤثر في قرار الشخص لشراء الورقة المالية أو الاحتفاظ بها أو بيعها أو التصرف بها " .[٣]

ومن وجهة نظر معايير المحاسبة المالية الأمريكية يقصد بالأحداث الجوهرية " واقعة أو مجموعة من الأحداث الاحتمالية متعلقة بأرباح أو خسائر محتملة للمشروع ، والتي سوف يتحقق وقوعها أو عدم وقوعها في المستقبل ، فمن خلال حيازة أصل أو زوال التزام أو إنقاص التزام تتحقق الأرباح الاحتمالية ، ومن خلال هلاك أصل أو وجود التزام تتحقق الخسائر الاحتمالية " .[٣]

---

(1) المادة ٢٤ من قرار مجلس إدارة الهيئة العامة لسوق المال المصري رقم ٣٠ لسنة ٢٠٠٢ بشأن قواعد قيد واستمرار قيد وشطب الأوراق المالية ببورصتي الأوراق المالية بالقاهرة والإسكندرية ، والمادة ١٧ من القرار الوزاري رقم ٣٥ لسنة ١٩٨٣ في إصدار اللائحة الداخلية لسوق الكويت للأوراق المالية ، والمادة ٤٨ من اللائحة الداخلية لسوق الدوحة للأوراق المالية ، المادة ١٥ من تعليمات إدراج الأوراق المالية في بورصة عمّان لسنة ٢٠٠٤ ، والمادة ١٧ من اللائحة الداخلية لسوق الكويت للأوراق المالية والتي أوجبت على جميع الشركات الأعضاء في السوق والشركات التي يجري تداول أسهمها داخل السوق إخطار إدارة السوق بكافة المعلومات والبيانات والقرارات التي من شأنها التأثير في أسعار أوراقها المالية ، وتعد تلك الشركات مسؤولة عن صحة المعلومات والبيانات التي تقدمها وبعدم مسؤولية السوق عنها . وتلتزم الشركات المدرجة في بورصة عمّان وفقاً للمادة ١٥/ أ-٣ من تعليمات إدراج الأوراق المالية في بورصة عمّان لسنة ٢٠٠٤ أن تزودها فوراً بالمعلومات والقرارات الصادرة عنها والتي قد تؤثر على أسعار أوراقها المالية .

(2) المادة ٢٤ من قرار مجلس إدارة الهيئة العامة لسوق المال المصري رقم ٣٠ لسنة ٢٠٠٢ بشأن قواعد قيد واستمرار قيد وشطب الأوراق المالية ببورصتي الأوراق المالية بالقاهرة والإسكندرية .

(3) المادة ٢ من قانون الأوراق المالية الأردني رقم ٧٦ لسنة ٢٠٠٢ .

(٣) د.عصام حنفي محمود ، التزام الشركات بالشفافية والإفصاح ، مرجع سابق ، ص ٦٤.

وهي في نظر بعض الباحثين تعد عوامل خارجية لا تنشأ في نطاق بورصة الأوراق المالية وغير ناتجة عن نشاطاتها ، وتتعلق تلك الأحداث بظروف اقتصادية أو سياسية أو اجتماعية .[1]

وباعتقادنا إن التعريف الأدق والأشمل للمعلومات الجوهرية هو ما ساقه المشرع الأردني كونه يشمل أي واقعة أو معلومة قد تؤثر في قرار الشخص بالاستثمار من عدمه سواءً تعلقت تلك المعلومة بالشركة المصدرة أم لم تتعلق ، بعكس تعريف المشرع المصري الذي قيّد تلك الأحداث بما يكون لها من تأثير ملموس في نشاط الشركة أو في مركزها المالي .

ومن وجهة نظرنا فإن (الأحداث الجوهرية الطارئة) هي أحداث قد تتعلق بعوامل اقتصادية أو سياسية أو اجتماعية أو طبيعية أو غير ذلك من العوامل التي يكون من بينها ما له تأثير ملموس في أنشطة الجهة المصدرة ، أو في مركزها المالي بما يؤثر في تداول وأسعار أوراقها المالية ، أو من العوامل التي لا ترتبط بشكل مباشر بالجهة المصدرة ومع ذلك يكون لها تأثير في قرار المستثمر في شراء أو بيع أو الاحتفاظ بالأوراق المالية .

ومن الأمثلة على الأحداث الجوهرية المؤثرة في أسعار الأوراق المالية المدرجة في البورصة التي لا تتعلق بالجهة المصدرة بشكل مباشر ، كتلك الأحداث التي تتعلق مثلاً بإصدار إدارة البورصة أو الهيئة العامة للأوراق المالية قراراً يتضمن اتخاذ إجراء معين يؤثر في اتخاذ المستثمر قراره في شراء أو بيع أو الاحتفاظ بالأوراق المالية ، وغير ذلك من الأحداث التي لا ترتبط بشكل مباشر بالجهات المصدرة .

٢. إجراءات الإفصاح الفوري عن المعلومات :

تُتخذ الإجراءات الكفيلة بتوصيل المعلومات من الجهات الملزمة بالإفصاح

(1) د.عبدالباسط وفا محمد حسن ، بورصة الأوراق المالية ودورها في تحقيق أهداف تحول مشروعات قطاع الأعمال العام إلى الملكية الخاصة ، دار النهضة العربية ، القاهرة ، مصر ، ١٩٩٦ ، ص ٦٩ .

إلى الجهات المستفيدة منه ، حتى تتحقق الغاية من تقرير مبدأ الإفصاح والشفافية بشكل عام وعن المعلومات المؤثرة في أسعار الأوراق المالية بشكل خاص .

وقد اشترط المشرع الإماراتي على الجهات المصدرة أن تفصح فوراً عن المعلومات المؤثرة تجاه هيئة الأوراق المالية والسلع وإدارة السوق ، بالإضافة إلى نصه على جواز أن تقوم الجهات المصدرة في إصدار إعلان صحفي بشأن تلك المعلومات .[١]

كما تلتزم إدارات أسواق الأوراق المالية المرخصة في دولة الإمارات العربية المتحدة تجاه هيئة الأوراق المالية والسلع باتخاذ الإجراءات اللازمة نحو إفصاح الجهات المدرجة في تلك الأسواق عن الأحداث الجوهرية ، وأن تقوم بموافاة الهيئة بالتقارير والبيانات المطلوبة بهذا الشأن [٢] ، كما تلتزم إدارات تلك الأسواق بإصدار البيانات الصحفية الضرورية لهذا الغرض .[٣]

أما المشرع المصري فقد كان أكثر تفصيلاً في ذلك بأن أوجب على الجهات المصدرة للأوراق المالية في حالة تحقق معلومات جوهرية من شأنها التأثير في مركزها المالي أو في أسعار أوراقها المالية المدرجة في البورصة ، أن تتخذ الإجراءات الكفيلة للإفصاح الفوري عن مثل تلك المعلومات ، وذلك وفقاً للوسائل التالية :[٤]

أ. اتخاذ الإجراءات الداخلية لمنع تسرب المعلومات الجوهرية قبل الإفصاح عنها.

---

(1) المواد (٣٣- ٣٥) من القرار الصادر عن هيئة الأوراق المالية والسلع في دولة الإمارات العربية المتحدة رقم ٣ لسنة ٢٠٠٠ بشأن النظام الخاص بالإفصاح والشفافية ، وفي ذلك أيضاً ألزم المشرع الأردني الشركات المدرجة بتزويد البورصة بالتقارير والبيانات والمعلومات والقرارات الصادرة عنها ، والتي قد تؤثر في أسعار أوراقها المالية (انظر في هذا الشأن المادة (١٥/ أ- ٣) من تعليمات إدراج الأوراق المالية في بورصة عمّان الصادرة سنة ٢٠٠٤ .

(2) المادة ١٧ من قرار مجلس إدارة هيئة الأوراق المالية والسلع في دولة الإمارات العربية المتحدة رقم ٣ بشأن النظام الخاص بالإفصاح والشفافية .

(3) المادة ١٨ من قرار مجلس إدارة هيئة الأوراق المالية والسلع في دولة الإمارات العربية المتحدة رقم ٣ بشأن النظام الخاص بالإفصاح والشفافية .

(4) د.عصام حنفي محمود ، التزام الشركات بالشفافية والإفصاح ، مرجع سابق ، ص ٨٣- ٨٧ ، انظر في ذلك المادة ٤٦ من الإجراءات التنفيذية لقرار مجلس إدارة الهيئة العامة لسوق المال المصري الصادرة بتاريخ ٢٠٠٢/٦/١٨ .

ب. ضمان عدم تمكين الأشخاص المطلعين على المعلومات الداخلية من القيام بعمليات التداول على الأوراق المالية للمنشأة التي تتعلق بها المعلومة الجوهرية المؤثرة .

ج. تلتزم المنشأة بالإبلاغ عن الحدث الجوهري من خلال بيان صحفي يصدر عنها .

د. التزام المنشأة بالإفصاح الفوري تجاه إدارة البورصة والهيئة عن الأحداث الجوهرية الهامة ، وفقاً للنموذج المعد لذلك .

هـ. يتم نشر المعلومات الجوهرية من قبل إدارة البورصة على شاشات التداول بشكل فوري أو في جلسة التداول التالية لوقت وقوع الحدث الجوهري .

و. لا يتم الإعلان عن المعلومات الجوهرية خلال ساعات التداول ، إلا في حالة كون المعلومة واجبة النشر ، وفي حينه يوقف التداول لفترة لا تزيد على الساعة .

ز. تقوم إدارة البورصة بإعادة نشر المعلومات الجوهرية مجدداً في النشرة الدورية الصادرة عن البورصة .

ح. في حالة تحقق المعلومة الجوهرية في يوم عطلة رسمية تلتزم الشركة باتخاذ الإجراءات التالية :

- الإعلان عن المعلومة الجوهرية في صحيفتين يوميتين واسعتي الانتشار ، إحداهما باللغة العربية .

- إبلاغ البورصة والهيئة العامة قبل استئناف عمل اليوم التالي وقبل بدء جلسة التداول .

ط. تعامل البيانات والنشرات الصحفية المؤثرة في التداول والتي تصدر عن المنشأة معاملة الإعلان عن الأحداث الجوهرية .

وباعتقادنا أنه لا يوجد ما يمنع إدارات أسواق الأوراق المالية في دولة الإمارات العربية المتحدة وغيرها في الدول الأخرى من أن تتخذ من الوسائل ما يكفل ضمان الإفصاح الفوري عن المعلومات الجوهرية المؤثرة بالشكل الذي فصّل به المشرع المصري .

ثالثاً : الإفصاح عن اجتماعات وقرارات الجمعية العمومية للجهة المصدرة:

تعد الجمعية العمومية السلطة العليا في شركة المساهمة وشركة التوصية بالأسهم ، وإليها ترجع جميع السلطات الممنوحة لإدارة الشركة ، وتعقد الجمعية العمومية اجتماعاتها التي أما أن تكون عادية أو غير عادية بحسب المسائل المطروحة للنقاش من قبل المساهمين (١) ، بعد أن يقوم مجلس إدارة الشركة بتوجيه الدعوة إليهم للاجتماع من خلال إعلان ينشر في الصحف المحلية قبل الموعد المحدد للإعلان وفق ما تقرره التشريعات ذات الصلة بهذا الشأن .(٢)

وتلتزم الشركات المدرجة في البورصة بإخطار إدارة البورصة بتلك الاجتماعات ، وبجداول أعمالها قبل مدة كافية من تلك الاجتماعات ، حتى يتمكن المساهمون من الوقوف على المسائل المطروحة على جدول أعمال الجمعية العمومية .(٣)

وينبغي الإشارة إلى أن من حق كل مساهم أن يطلع على أي من المستندات التي يضعها مجلس الإدارة ، أو المديرون تحت تصرفهم في مقر الشركة لإطلاعهم عليها قبل مدة مناسبة من موعد اجتماع الجمعية العمومية ، وهذه

---

(1) د.سميحة القليوبي ، مرجع سابق ، ص ٣٤٨ .

(2) لقد حددت المادة ١٢٣ من قانون الشركات التجارية الاتحادي لدولة الإمارات العربية المتحدة رقم ٨ لسنة ١٩٨٤ الطريقة التي توجه بها الدعوة لاجتماعات الجمعية العمومية بالإعلان في صحيفتين يوميتين تصدران باللغة العربية وبكتب مسجلة والتي أضيف إليها الإعلان في جريدة تصدر باللغة الإنجليزية وذلك بموجب المادة ٢٣ من القرار الصادر عن هيئة الأوراق المالية والسلع رقم ٢ لسنة ٢٠٠١ بشأن النظام الخاص بالتداول والمقاصة والتسويات ونقل الملكية وحفظ الأوراق المالية المعدلة بموجب القرار الصادر عن رئيس مجلس إدارة هيئة الأوراق المالية والسلع رقم (٤٩/ ر) في ٢٠٠٧/٦/٢٧ .

(3) المادة (١٥/ أ- ٤) من تعليمات إدراج الأوراق المالية في بورصة عمّان لسنة ٢٠٠٤ (الأردن) .

المستندات تتضمن بياناً من مراجع الحسابات ، وكشفاً تفصيلياً من مجلـــس الإدارة ، والمستنــدات ذات الصلة بالمسائــل التي يتضمنهــا جدول الأعمــال .(١)

وقد كان المشرع الإماراتي يوجب سابقاً على إدارات الشركات المدرجــة الإفصاح عن القرارات التي تتمخض عن اجتماعات الجمعية العمومية العادية وغير العادية ، وذلك بإرسال صورة من محضر الاجتماع إلى وزارة الاقتــصاد خــلال ١٥ يوماً من تاريخ صدورها (٢) ، إلا أن الأمر قد تغير بعدما تولت بموجبه هيئــة الأوراق المالية والسلع تلقي طلبات تأسيس الشركات المساهمة العامة واستكمال كافة الإجــراءات الخاصة بذلك والإشراف عليها بدلاً من وزارة الاقتــصاد ، حيــث أصــبح محــضر الاجتماع المذكور يرسل إلى الهيئة أيضاً بدلاً من وزارة الاقتصاد .(٣)

أما المشرع المصري فإنه يوجب على إدارة الشركة إرسال صــورة مــن المحضر إلى كل من الهيئة العامة لــسوق المــال ، والإدارة العامــة للــشركات ، والممثل القانوني لجماعة حملة السندات ، وذلك خلال شهر على الأكثر من تــاريخ انعقاد الجمعية العمومية .(٤)

وباعتقادنا أن هذا الاختلاف في تحديد المرجعية بــين كــل مــن القــانون الإماراتي والقانون المصري ليس بغريب في السابق ، نظراً لاخــتلاف المرجعيــة التي حددها كل من القانونين سابقاً ، والتي تم الإشارة إليها بمناسبة الحــديث عــن الجهة التي يصدر عنها قرار اعتماد نشرة الاكتتاب في الأوراق الماليــــة (٥) ، إلا

---

(1) المادة (١٣٥/ ٣) من قانون الشركات التجارية الاتحادي لدولة الإمارات العربية المتحدة رقم ٨ لسنة ١٩٨٤ ، وفي قانون الشركات المصري رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١ المواد ٢١٨ - ٢٢٢ بالنسبة للجمعية العمومية العادية والمادة ٢٢٨ بالنسبة للجمعية العمومية غير العادية .

(2) المادة ١٣٥ من قانون الشركات التجارية الاتحادي لدولة الإمارات العربية المتحدة رقم ٨ لسنة ١٩٨٤ .

(3) تم نشر مقتطفات من القرار المذكور في الموقع الالكتروني لهيئة الأوراق المالية والسلع في دولة الإمارات العربية المتحدة بتاريخ ٢٠٠٧/٥/٢ .

(4) المادة ٢١٤ من اللائحة التنفيذية لقانون الشركات المصري رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١ الصادرة بالقرار رقم ٩٦ لسنة ١٩٨٢ .

(5) انظر في هذا الكتاب صفحة ١٦١ مع الهامش رقم ٣ من نفس الصفحة .

أن هذا الاختلاف لم يصبح له وجود بعدما تولت هيئة الأوراق المالية والسلع تلقي طلبات تأسيس الشركات المساهمة العامة واستكمال كافة الإجراءات الخاصة بذلك والإشراف عليها بدلاً من وزارة الاقتصاد بناءً على القرار الوزاري للخدمات رقم ٣/٣ لسنة ٢٠٠٧ .

رابعاً : الإفصاح عن المصالح وملكية الأوراق المالية :

توجب التشريعات المتعلقة ببورصات الأوراق المالية على فئات معينة ذات صلة بالتعامل بالأوراق المالية وعلى إدارات البورصات والجهات المدرجة بالإفصاح عما قد يتحقق لديها من حالات تجاوز النصاب القانوني لملكية الأوراق المالية ، فمن الدول من ضمَّن تلك الأحكام في قوانينها الصادرة بشأن تنظيم إدراج وتداول الأوراق المالية في البورصة كالقانون الإماراتي والقانون المصري والأردني [1] ، بينما أصدرت دول أخرى تشريعات خاصة كما في دولة الكويت .[2]

وغاية المشرع من إلزام تلك الفئات بالإفصاح عن تلك الحالات هو حماية المستثمرين ، وخاصة الصغار منهم ، وتنبيههم إلى شخصية المالكين الجدد ، لأجل سلامة اتخاذ القرارات الاستثمارية ، ولتنبيههم لأي محاولات من قبل البعض في الاستحواذ على نسبة كبيرة من أسهم الشركة ، لأغراض قد ترجع إلى نيتهم في السيطرة على إدارة الشركة ، وفي تغيير أعضاء مجلس الإدارة ، أو إجراء تعديل

---

(1) المواد ٣- ٧ من قرار هيئة الأوراق المالية والسلع في دولة الإمارات العربية المتحدة رقم ٣ لسنة ٢٠٠٠ بشأن النظام الخاص بالإفصاح والشفافية ، والمادة ٨ من قانون سوق رأس المال المصري رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ ، والتي فرضت على كل متعامل يرغب في عقد عملية يترتب عليها تجاوز ما يملكه ١٠% من الأسهم الاسمية لأي شركة مدرجة ، أن يقوم بإخطار الشركة قبل عقد العملية بأسبوعين ، والمواد من ٥٩- ٦١ مكرر من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري الصادرة بموجب القرار الوزاري رقم ١٣٥ لسنة ١٩٩٣ ، والمادة ٤٥ من قانون الأوراق المالية الأردني رقم ٧٦ لسنة ٢٠٠٢ ، والتي فرضت على من يرغب بشراء أو مبادلة أوراق مالية بهدف تملك ما يزيد على ٤٠% من رأسمال الجهة المصدرة ، أن يتم ذلك عن طريق عرض عام للشراء .

(2) صدر في دولة الكويت القانون رقم ٢ لسنة ١٩٩٩ في شأن الإعلان عن المصالح في أسهم شركات المساهمة ، كما ونظم أيضاً بموجب قرار لجنة سوق الكويت للأوراق المالية رقم ٥ لسنة ١٩٩٩ بشأن تنظيم الإفصاح عن المصالح في شركات المساهمة .

في النظام الأساسي لها ، فكان هذا النوع من الإفصاح لغرض سد الطريق أمام رغبات البعض في السيطرة على الشركة .(١)

كما أن من أهداف إقرار الإفصاح عن المصالح وملكية الأوراق المالية هو ضمان سلامة المعاملات في البورصة من خلال توضيح شخصية المالك الحقيقي للأوراق المالية مما يساعد على عدم استغلال البعض لبورصة الأوراق المالية من خلال إبرام صفقات غير مشروعة ، كما في حالات استغلال البورصة في عمليات غسل الأموال .(٢)

وللإفصاح عن المصالح وملكية الأوراق المالية أثر في زيادة ثقة المستثمرين في البورصة ، وذلك نتيجة الدور الذي يؤديه هذا النوع من الإفصاح في تحسين كفاءة البورصة ، حيث يؤدي الإعلان عن أي صفقة لشراء أو بيع ورقة مالية معينة إلى طمأنة المستثمرين إلى أن الأسعار تعكس القيمة الحقيقية لتلك الورقة .(٣)

ولكن ماذا يقصد بالمصلحة التي أوجب المشرع الإفصاح عنها ، لقد أجاب على هذا التساؤل أحد الباحثين بقوله أن المصلحة هي " كل منفعة أو فائدة تكون للشخص بصفة مباشرة أو غير مباشرة وسواء أكانت هذه المصلحة ماضية أم حالة أم مستقبلة ، في ملكية أسهم شركة مساهمة أو في استغلال هذه الملكية أو في الحقوق المترتبة على تلك الملكية .(٤)

---

(1) د.أحمد عبدالرحمن الملحم ، تعليق على القانون رقم ٢ لسنة ١٩٩٩ في شأن الإعلان عن المصالح في أسهم شركات المساهمة ، بحث مقدم ضمن أعمال مؤتمر " أوضاع سوق الكويت للأوراق المالية " ، برعاية مكتب المقاطع للمحاماة والاستشارات القانونية ، دولة الكويت ، ١٩ ديسمبر ٢٠٠٥ ، ص ٧٥ ؛ ويقصد بمصطلح (الاستحواذ) السيطرة على ملكية نسبة كبيرة من أسهم الشركة تخول المالك لتلك الأسهم مكنة اتخاذ القرارات المؤثرة في حقوق صغار المساهمين .

(2) د.صفوت عبدالسلام ، الشفافية والإفصاح والأثر على كفاءة سوق رأس المال ، مرجع سابق ، ص ٦٢ .

(3) المرجع السابق ، ص ٦٢- ٦٣ .

(4) د. أحمد عبدالرحمن الملحم ، تعليق على القانون رقم ٢ لسنة ١٩٩٩ في شأن الإعلان عن المصالح في أسهم شركات المساهمة ، مرجع سابق ، ص ٨٦ .

ويشمل واجب الإفصاح عن المصالح وملكية الأوراق المالية الأشخاص الطبيعيين والاعتباريين بشكل منفرد ، أو بالمشاركة مع آخرين ، وقد عالج المشرع الإماراتي هذا النوع من الإفصاح في القرار رقم ٣ لسنة ٢٠٠٠ بشأن النظام الخاص بالإفصاح والشفافية .(١)

وقد نظم المشرع الإماراتي ونظراؤه في الدول الأخرى الأحكام الخاصة بالإفصاح عن المصالح وملكية الأوراق المالية ، حيث أوجب المشرع الإماراتي على كل شخص طبيعي أو اعتباري بلغت ملكيته ابتداءً نسبة ٥% ثم في درجة ثانية نسبة ١٠% ، من أسهم الشركة المدرجة في البورصة ، أن يقوم بإخطار إدارة البورصة فوراً - وتشمل الملكية هنا ملكية الشخص الطبيعي زائداً إليها ملكية أبنائه القصر - ، كما ألزمت أيضاً كل شخص طبيعي أو اعتباري بلغت نسبة تملكه ١٠% ويرغب في شراء ٢٠% من أسهم نفس الشركة ، بإخطار إدارة البورصة بذلك ، وأرجع البت في قرار الشراء إلى مدير عام البورصة .(٢)

كما يجب على المنشآت المالية والمصرفية الحصول على موافقة المصرف المركزي في الدولة قبل شروعها في إبرام أية صفقة تؤدي إلى تملكها نسبة ٥% فأكثر من أسهم أية شركة مدرجة في السوق ، بالإضافة إلى إلزام تلك الجهات المدرجة بموافاة كل من الهيئة والسوق بأسماء من يملكون أو وصلت مساهمتهم مع أولادهم القصر إلى ٥% فأكثر من أسهم تلك الجهة ، وبمراعاة التقيد بهذا الالتزام في كل مرة تصل فيها المساهمة إلى ١ % من أسهم الشركة علاوة على الـ ٥% .(٣)

(1) انظر في ذلك المواد ٣- ٧ والمادة (٢٩ / ٥ ، ٦) والمادة (٣٦ / ٣ ، ١٠) والمادة ٣٨ من القرار المذكور .

(2) في المواد ٣ – ٧ من قرار هيئة الأوراق المالية والسلع رقم ٣ لسنة ٢٠٠٠ بشأن النظام الخاص بالإفصاح والشفافية .

(3) كما قررت المادة ٧ من قرار هيئة الأوراق المالية والسلع في دولة الإمارات العربية المتحدة رقم ٣ لسنة ٢٠٠٠ بشأن النظام الخاص بالإفصاح والشفافية والمادة ١٠/٣٦ من النظام الخاص بالإفصاح والشفافية ، انظر أيضاً المادة ١٩/ م من قرار مجلس الوزراء لدولة الإمارات العربية المتحدة رقم ١٢ لسنة ٢٠٠٠ بشأن النظام الخاص بإدراج الأوراق المالية والسلع .

وكما أن هذا الواجب في الإفصاح قد فُرِضَ على الأشـخاص الطبيعيـين والاعتباريين الذين بلغ أو سيبلغ نصاب تملكهم لأسهم جهة معينة حداً معيناً ، فـإن هذا الواجب قد فُرِضَ أيضاً على الجهة أو الشركة المدرجة بأن تـوافي كـلاً مـن الهيئة والسوق في الدولة بعدد الأسهم التي يملكها أعضاء مجلس إدارة تلك الجهة ، وذلك خلال خمسة عشر يوماً من تاريخ توليهم العضوية فيها ، وفي نهاية كل سنة مالية ، وعن جميع عمليات التداول التي يقوم بها أعـضاء مجلـس إدارة الجهـة المصدرة أو الشركة وإدارتها التنفيذية [١] ، كما أن إدارة البورصة ملزمة بأن تعلن للجمهور بما يتوافر لديها من معلومات في هذا الشأن .

وبالانتقال إلى ما قررته القوانين المقارنة في هذا الشأن نجـد أن المـشرع الكويتي قد عدد بشكل مفصل الحالات التي تعد مصالح متحققة أو ستتحقق ، سواء للمتعامل بمفرده أو بالاشتراك مع متعاملين آخرين ، في صـورة تجـاوز نـصاب ملكيتهم لأسهم جهة مدرجة ، بالشكل الذي يمثل استحواذاً على ملكية تلك الأسهم ، الأمر الذي يتوجب على المتعامل أو على مجموع المتعاملين المشتركين في العملية الواحدة أن يبادروا بالإفصاح عن تلك العملية قبل القيام بهـا .[٢]

ويتم الإفصاح عن أي مصلحة مباشرة أو غير مباشـرة للمـستثمر - سـواء أكانت تلك المصلحة متحققة أم ستتحقق - بأن يتم الإفصاح بموجب إخطار يتوجب على صاحب المصلحة - سواء أكانت خالصة لحـسابه أم لحـساب غيـره - أن يوجهه إلى كل من إدارة البورصـة ومجلـس إدارة الجهـة المدرجـة متـضمناً المعلومات عن هذه المصلحة .[٣]

---

(1) المادة ٣٦ / ٣ من قرار هيئة الأوراق المالية والسلع في دولة الإمارات العربية المتحدة رقم ٣ لسنة ٢٠٠٠ بشأن النظام الخاص بالإفصاح والشفافية .

(2) المادة ٢ من القانون رقم ٢ لسنة ١٩٩٩ في شأن الإعلان عن المصالح في أسهم شركات المساهمة ، والمادة ٤ من قرار لجنة سوق الكويت للأوراق المالية رقم ٥ لسنة ١٩٩٩ بشأن تنظيم الإفصاح عن المصالح في شركات المساهمة .

(3) المادة ٢ من قرار لجنة سوق الكويت للأوراق المالية رقم ٥ لسنة ١٩٩٩ بشأن تنظيم الإفصاح عن المصالح في شركات المساهمة .

والالتزام نفسه يقع أيضاً على عاتق الجهات المدرجة في البورصة تجاه إدارة البورصة بأن تقوم بإخطارها بتحقق النسبة التي نص عليها القانون لملكية شخص أو جهة معينة أوراقاً مالية لتلك الجهات [١] ، كما يجوز لكل ذي شأن أن يخطر إدارة البورصة عن أي مصلحة قائمة يتعين الإفصاح عنها وبيانات عن تلك المصلحة وأطرافها .[٢]

كما أوجب المشرع الكويتي من ناحية أخرى على الشركات الأعضاء في سوق الكويت للأوراق المالية ، وتلك التي يجري تداول أسهمها فيها ، موافاة إدارة السوق ببيان عما يمتلكه أعضاء مجالس إداراتها من أوراق مالية في الشركات التي يديرونها ، وذلك خلال شهر من توليهم العضوية أو من تاريخ تداول أسهمها في السوق .[٣]

والحالات التي حددها المشرع الكويتي بوصفها حالات يجب فيها الإفصاح عن المصالح هي :[٤]

١. المصلحة المشتركة مع آخرين في أسهم المنشأة .

٢. أي اتفاق مع الغير يترتب بموجبه التزام أو قيد على أطرافه فيما يتعلق بملكيتهم المشتركة للأسهم .

٣. ارتباط الشخص بعقد شراء أسهم بالآجل ، أو اتفاق تناول خيارات شراء أسهم.

---

(1) المادة ١٩/ م من قرار مجلس الوزراء في دولة الإمارات العربية المتحدة رقم ١٢ لسنة ٢٠٠٠ بشأن النظام الخاص بإدراج الأوراق المالية والسلع ، والتي ألزمت كل من يملك أو تصل مساهمته مع أولاده القصر ٥% فأكثر من أسهم الشركة ، مع التقيد بالإفصاح في كل مرة تصل فيها المساهمة ١% من أسهم الشركة علاوة على ٥% ، وفي حالة كون المساهم مصرفاً أو مؤسسة مالية فيجب الحصول على موافقة مصرف الإمارات المركزي على ذلك ابتداءً ، وانظر كذلك المادة ١ من قرار لجنة سوق الكويت للأوراق المالية رقم ٥ لسنة ١٩٩٩ .

(2) المادة ٥ من قرار لجنة سوق الكويت للأوراق المالية رقم ٥ لسنة ١٩٩٩ بشأن تنظيم الإفصاح عن المصالح في شركات المساهمة .

(3) المادة ١٩ من اللائحة الداخلية لسوق الكويت للأوراق المالية الصادر بموجب القرار الوزاري رقم ٣٥ لسنة ١٩٨٣ .

(4) المادة ٢ من القانون رقم ٢ لسنة ١٩٩٩ الكويتي بشأن الإعلان عن المصالح في أسهم شركات المساهمة ، والمادة ٤ من قرار لجنة سوق الكويت للأوراق المالية رقم ٥ لسنة ١٩٩٩ بشأن تنظيم الإفصاح عن المصالح في شركات المساهمة .

٤. المصلحة القائمة بنسبة ٢٠% من رأس مال أي جهة أو شخص اعتباري إذا كان أيهما يملك أسهماً في المنشأة .

٥. المصلحة المباشرة أو غير المباشرة التي تكون للمساهم في أسهم المنشأة ، متى كانت نسبة مساهمته تمثل ٥% أو أكثر من رأسمالها .

ويؤخذ على المشرع الكويتي أنه لم يحدد في قانون الإعلان عن المصالح في أسهم شركات المساهمة المقصود بالمصلحة المباشرة والمصلحة غير المباشرة ، وحيال هذا السكوت من قبل المشرع الكويتي عن بيان المقصود بهذين المصطلحين جاء الفقه وأيده في ذلك القضاء الكويتي في تفسير المصلحة المباشرة على أنها المنفعة التي تكون للشخص بصفته الشخصية ، بينما كان التفسير للمصلحة غير المباشرة على أنها المنفعة التي تكون للشخص مع آخرين أو لحساب الغير ، ويؤدي بنا هذا التفسير إلى كشف المصالح غير المشروعة في القانون الكويتي ، ذلك أن التعامل التجاري مقصور على الكويتيين فقط مما يضطر للبعض من الأجانب في التعامل بالأوراق المالية تحت اسم المواطن الكويتي ، وهذا يستدعي إفصاح المواطن الكويتي عن هذه المصلحة المتحققة له مع الغير سواءً أكانت تلك المصلحة خالصة للأجنبي أم لهما معاً .[1]

أما المشرع المصري فقد أوجب على من يرغب في عقد عملية يترتب عليها تجاوز ما يملكه ١٠% من عدد الأسهم الاسمية في رأس مال إحدى الشركات ، الإفصاح قبل عقد العملية بأسبوعين ، متضمناً تفاصيل ملكيته للأسهم وتفاصيل العملية ، وعلى الشركة خلال أسبوعين من تاريخ إخطارها إبلاغ كل مساهم يملك ١% من رأس مال الشركة ، أو بالنشر في صحيفتين ، وتسري الأحكام المذكورة في حالة كون الشخص الراغب في عقد العملية عضو مجلس إدارة الشركة ، فيما

(1) د. أحمد عبدالرحمن الملحم ، تعليق على القانون رقم ٢ لسنة ١٩٩٩ في شأن الإعلان عن المصالح في أسهم شركات المساهمة ، مرجع سابق ، ص ٨٦- ٨٧ .

عدا ما يمتلكه من أسهم الشركة بما نسبته ٥% من رأس مال الشركة [١] ، ويلاحظ على الحكم السابق أنه اقتصر على الأسهم الاسمية دون الأسهم لحاملها وباقي الأنواع الأخرى من الأسهم .

وهناك من يرى أن النص الذي جاء به المشرع المصري حسب التفصيل السابق إنما يمثل قيداً خطيراً على مبدأ حرية تداول الأسهم الذي قرره المشرع نفسه في قانون الشركات رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١ [٢] ، ومن جهتنا لا نرى في ذلك قيداً على حرية التداول وإنما هو لحماية المتعاملين وتنبيههم من سيطرة البعض على الشركة .

وبالانتقال إلى القانون الفرنسي نجد أنه أوجب على كل من يعد عملية لحسابه من شأنها أن تؤثر بشكل ملموس في أسعار ورقة مالية معينة ، أن يفصح للجمهور في أسرع وقت ممكن عن تفاصيل تلك العملية .[٣]

وقد حددت لجنة عمليات البورصة الفرنسية المعلومات الواجب الإفصاح عنها باختلاف النسبة التي تصل إليها ملكية المساهم من أسهم الشركة ، وأهم تلك الحالات فيما إذا وصل مقدار ما يملكه المساهم سواء أكان شخصاً طبيعياً أم معنوياً نسبة ٢٠% من أسهم الشركة بأن يعلن عن نواياه التي يعتزم تنفيذها خلال الإثني عشر شهراً التالية على عملية الشراء التي وصل فيها إلى النسبة المذكورة .[٤]

كما قرر القانون الفرنسي بوجوب الإفصاح في حالة انخفاض نسبة ملكية الأسهم التي يملكها المساهم عن النسبة السابق الإفصاح عنها نظراً لما يحققه هذا

---

(1) المادة ٥٩ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ ؛ كما ألزمت المادة ٦١ من اللائحة كل شخص يرغب في شراء نسبة ١٥% من رأس مال الشركة أن يخطر كلاً من هيئة الأوراق المالية وإدارة البورصة .

(2) د.سميحة القليوبي ، مرجع سابق ، ص ٢٩٥ ، حيث تقرر هذا المبدأ صراحة في المادة ٢/ ١ من قانون الشركات والمادة ١/١٣٩ من اللائحة التنفيذية له .

(3) المادة ٦ من اللائحة رقم ٢ لسنة ١٩٩٠ الصادرة عن لجنة عمليات البورصة في فرنسا المعدلة باللائحة رقم ٧ لسنة ١٩٩٨ ، نقلاً عن د.بلال عبدالمطلب بدوي ، مرجع سابق ، ص ١٠٦ .

(4) د. صالح البربري ، قواعد الشفافية والإفصاح والأشخاص الملزمون بتطبيقها في سوق الأوراق المالية ، مرجع سابق ، ص ١٩١٦ .

الإفصاح في التأكيد على شفافية البورصة ، حيث تدخل المشرع الفرنسي بوضع العقوبة على عدم الإفصاح في هذه الحالة .(١)

وفيما يتعلق بحالات حصول الجهات المصدرة لأوراقها المالية ، أو ما يعرف اصطلاحاً بشراء الشركة لأسهمها ، فقد صدر القرار عن رئيس هيئة الأوراق المالية والسلع حدد فيه الضوابط والإجراءات التنظيمية لتطبيق نص المادة ١٦٨ في قانون الشركات الاتحادي رقم ٨ لسنة ١٩٨٤ المعدلة بموجب القانون الاتحادي رقم ١٨ لسنة ٢٠٠٦ بشأن شراء الشركة لأسهمها والذي حدد فيه الضوابط لعملية الشراء بأن لا تتجاوز نسبة ١٠% من أسهم الشركة وأن تراعى فيه موافقة الجمعية العمومية والإفصاح عن عملية الشراء وإبلاغ هيئة الأوراق المالية والسلع ، وكذلك عن بيع الأسهم المشتراة بما يُعرف بأسهم الخزينة .(٢)

أما المشرع المصري فقد أوجب على الجهات المصدرة الإفصاح تجاه الهيئة العامة لسوق المال بما قد حصلت عليه من أوراقها المالية ، ويجب عليها كذلك تضمين تلك المعلومات في تقاريرها الدورية ، وبيان نسبة ما حصلت عليه منها إلى رأس المال المصدر ، وتاريخ حصولها عليها .(٣)

ويلاحظ على النصوص القانونية الخاصة بالإفصاح عن المصالح وملكية الأوراق المالية في التشريعات التي تصدت لهذه الصورة من الإفصاح ، أن فيها بعض الثغرات التي قد تستغل من قبل البعض خلافاً للحكمة التي أرادها المشرع من تقريرها ، ذلك أن جميع تلك النصوص حددت النسبة المقررة للإفصاح بـ ٥% أو ١٠% أو غير ذلك من الأرقام ، بالنظر إلى رأس المال أو بالنسبة إلى الأسهم ، وليس بالنسبة إلى عدد الأصوات التي تمتلكها تلك الأسهم ، ذلك لأنها

---

(1) المرجع السابق ، ص ١٩١٧- ١٩١٨ ؛ المادة(٣٥٦/ ١) من قانون الشركات الفرنسي .

(2) قرار رئيس مجلس إدارة هيئة الأوراق المالية والسلع في دولة الإمارات العربية المتحدة رقم (١١٣/ ر) لسنة ٢٠٠٦ بشأن الضوابط الخاصة بشراء الشركة لأسهمها .

(3) المادة الأولى من قرار وزير الاقتصاد المصري رقم ٧٥ لسنة ١٩٩٨ بتنفيذ بعض أحكام القانون رقم ٣ لسنة ١٩٩٨ بتعديل بعض أحكام قانون الشركات رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١ .

حسبت أن لكل سهم صوتاً واحداً في الجمعية العمومية ، وتُعدّ هذه المسألة ثغرة في التشريع حيث إن لبعض الأنواع من الأسهم أكثر من صوت واحد كما في الأسهم الممتازة ، والتي تجيز بعض التشريعات للشركات إصدارها ، وبالتالي قد لا تصل ملكية المساهم بالنسبة لعدد الأسهم التي يملكها النصاب الموجب للإفصاح ، ولكن نفس المساهم بنفس عدد الأسهم التي يملكها قد يملك مقابل تلك الأسهم عدداً من الأصوات يصل أو يفوق النصاب المقرر للإفصاح ، وبالتالي فإنه يملك فعلياً أصوات تتعدى النسبة المقررة بموجب التشريعات المنظمة لهذا الموضوع ، وتكون له السيطرة الفعلية على قرارات الجمعية العمومية بالشكل الذي يؤثر على حقوق صغار المساهمين.[١]

كما قد يكون هناك اختلاف بين ما يملكه المساهم من أسهم وبين عدد الأصوات التي تحوزها تلك الأسهم في الجمعية العمومية ، بحيث قد لا تصل ملكية المساهم النصاب المقرر للإفصاح ومع ذلك يملك من الأصوات ما يصل أو يفوق النصاب المذكور ، وبالتالي يتعين على الشركة المصدرة أن تفصح لجميع المساهمين وبشكل مستمر عن المساهمين الذين تصل مساهمتهم النصاب المقرر في كل مرة تقوم الشركة بشراء أسهمها وأي تغيير في ذلك النصاب .[٢]

لذلك يجب على المشرعين في الدول التي تسمح بإصدار أسهم ممتازة أن تعدل نصوصها بما يمنع البعض من استغلال الثغرات الموجودة في التشريعات للإضرار بمصالح صغار المساهمين .

ومن المسائل الهامة في موضوع الإفصاح عن المصالح وملكية الأوراق المالية بيان النطاق الزمني لهذا النوع من الإفصاح ، حيث يتنازع هذا الإفصاح اتجاهان ، الاتجاه الأول يتحدد في ظله موعد الإفصاح بمدة محددة ، أما الاتجاه الثاني والذي اعتمدته أغلب التشريعات فهو الإفصاح الفوري ، ومن التشريعات التي اتخذت طريقة الإفصاح الفوري عن المصالح وملكية الأوراق المالية دون

---

(1) د. صفوت عبدالسلام ، الشفافية والإفصاح والأثر على كفاءة سوق رأس المال مع التطبيق على سوق الكويت للأوراق المالية ، مرجع سابق ، ٦٥ .

(2) المرجع السابق ، ص ٦٦ .

تحديده بمدة معينة يتم خلالها هي كل من القانون الإماراتي والقانون الكويتي والقانون المصري والقانون الأردني ، إلا أنه يواجه الأخذ بهذا الاتجاه مصاعب تتعلق بالتطبيق والإثبات .(١)

خامساً : الإفصاح في ظل مواجهة عمليات غسل الأموال في البورصة :

نظراً للانفتاح الاقتصادي الكبير الحاصل في دول العالم بشكل عام ، وللاستيعاب الحاصل في بورصات الأوراق المالية للاستثمارات الأجنبية ، فقد ظهرت الحاجة بشكل ملح إلى الاهتمام بموضوع الإفصاح عن مصادر الاستثمارات المالية القادمة من الخارج ، ومن بينها الأموال المستثمرة في عمليات تداول الأوراق المالية في البورصة بشكل خاص .

وتهدف التشريعات المالية عموماً إلى حماية اقتصاديات الدول من الأموال المتحصلة من أفعال إجرامية ، سواء منها القادمة من الخارج وما يتحصل منها في داخل الدولة ، والتي تدعى بجرائم غسل الأموال .

وقد اهتم المشرعون في مختلف الدول بمواجهة جرائم غسل الأموال ببيان المقصود بها – ابتداءً – وتحديد الحالات التي تدخل ضمن مفهوم غسل الأموال ، وتحديد المنشآت التي تكون هدفاً لتلك الجرائم ، وفي المقابل الواجبات الملقاة على عاتق تلك المنشآت ومن يمثلها والموظفين فيها في الإبلاغ عن أي عمليات قد تتضمن أموال مشبوهة ، بالإضافة إلى اهتمام أولئك المشرعين في فرض العقوبات المناسبة لتلك الأفعال المحظورة التي تستهدف أغلب الأنشطة الاقتصادية بما فيها التعامل بالأوراق المالية ، بل إن بعض المشرعين قد سن التشريعات لمواجهة جرائم غسل الأموال التي تستهدف بورصات الأوراق المالية بشكل خاص من خلال سن النصوص المقررة لإجراءات وقائية وجزاءات تطال مرتكبي تلك الجرائم وكل من يخل بواجب الإبلاغ عنها بالرغم من علمهم بها .

---

(1) د.أحمد عبدالرحمن الملحم ، تعليق على القانون رقم ٢ لسنة ١٩٩٩ في شأن الإعلان عن المصالح في أسهم شركات المساهمة ، مرجع سابق ، ص ٩١ .

وقد عرّف المشرع الإماراتي جريمة غسل الأموال بأنها " كل عمل ينطوي على نقل أو تحويل أو إيداع أموال أو إخفاء أو تمويه حقيقة تلك الأموال المتحصلة من إحدى الجرائم المنصوص عليها في البند (٢) من المادة (٢) من هذا القانون " [1] ، وقد ورد تعداد تلك الجرائم في المادة ٢/٢ من القانون المذكور .

أما المشرع المصري فقد جاء بتعريف جامع مانع لهذه الجريمة وذلك في قانون مكافحة غسل الأموال رقم ٨٠ لسنة ٢٠٠٢ بالنص على أنها " كل سلوك ينطوي على اكتساب أموال أو حيازتها أو التصرف فيها أو إدارتها أو حفظها أو استبدالها أو إيداعها أو ضمانها أو استثمارها أو نقلها أو تحويلها أو التلاعب في قيمتها إذا كانت متحصلة من الجرائم المنصوص عليها في المادة (٢) من هذا القانون مع العلم بذلك ، متى كان القصد من هذا السلوك إخفاء المال أو تمويه طبيعته أو مصدره أو مكانه أو صاحبه أو صاحب الحق فيه أو تغيير حقيقته أو الحيلولة دون اكتشاف ذلك أو عرقلة التوصل إلى شخص من ارتكب الجريمة المتحصل منها المال [2] ، وجاء المشرع في المادة (٢) من القانون المذكور بتعداد للجرائم التي تتحصل تلك الأموال منها .

وغالباً ما تكون بورصات الأوراق المالية هدفاً للجناة في هذا النوع من الجرائم ، حيث يكون من السهل عليهم إدماج تلك الأموال غير المشروعة في مجال الاستثمار بالأوراق المالية المتداولة في البورصة من خلال القيام بعمليات تداول متداخلة بواسطة إحدى شركات الوساطة المالية .[3]

وقد عدد المشرع الإماراتي المؤسسات التي يقع في نطاقها حظر عمليات غسل الأموال ، ويقع عليها في المقابل واجب الإبلاغ عن أي عمليات تتضمن أموال مشبوهة تعلم بها في نطاق نشاطها ، وهي : البنوك ، وشركات التمويل ، ومؤسسات الصرافة ، والوسطاء الماليون والنقديون ، وأي منشأة أخرى مرخصة

---

(1) المادة الأولى من القانون الاتحادي لدولة الإمارات العربية المتحدة رقم ٤ لسنة ٢٠٠٢ في شأن تجريم غسل الأموال .

(2) المادة ١/ب من القانون المذكور .

(3) د.عصام حنفي محمود ، ضوابط مكافحة غسل الأموال في سوق الأوراق المالية ، دار النهضة العربية ، القاهرة ، مصر ، ٢٠٠٧ ، ص ٣ .

من قبل مصرف الإمارات المركزي ، بالإضافة إلى المنشآت التي يتم ترخيصها ومراقبتها من قبل جهات أخرى غير مصرف الإمارات المركزي كالتأمين والأسواق المالية وغيرها .[١]

ومن جهته فقد أوجب المشرع الفرنسي على الوسيط المالي الإبلاغ عن الأموال التي يُعتقد أنها من مصدر غير مشروع ، سواء أكان علم الوسيط بذلك على سبيل اليقين أم في حدود الشك والاشتباه .[٢]

وفي مجال التعامل بالأوراق المالية ، يقصد بجريمة غسل الأموال حسب تعريف المشرع الإماراتي " شراء أوراق مالية بأموال ذات مصدر غير محدد على وجه الدقة ، أو ذات مصدر خفي أو مموه ، ليبدو وكأنه نابع من مصدر شرعي في حين أنه ليس كذلك " .[٣]

وقد قررت القوانين واجب الإفصاح في مجال مواجهة جرائم غسل الأموال ، ووضعت لذلك الإجراءات والضوابط الكفيلة بهذا النوع من الإفصاح ، والإبلاغ للهيئات العامة للأوراق المالية وإدارات البورصات بالحالات المشتبه بها ، ومن تلك القوانين القانون الإماراتي والقانون المصري والقانون الكويتي والقانون القطري وغيرها من القوانين الأخرى .[٤]

---

(1) المادة الأولى من القانون الاتحادي لدولة الإمارات العربية المتحدة رقم ٤ لسنة ٢٠٠٢ في شأن تجريم غسل الأموال ، وانظر في قانون مكافحة غسل الأموال المصري رقم ٨٠ لسنة ٢٠٠٢ المادة (١/ ج) التي عددت أنواع أخرى وهي : المؤسسات وجهات تحويل الأموال ، الجهات العاملة في مجال الأوراق المالية ، والجهات العاملة في مجال تلقي الأموال ، والبريد ، وجهات التمويل والتوريق العقاري ، وجهات التأجير التمويلي .

(2) حيث نصت المادة (٣٢١/ ١) من قانون العقوبات الفرنسي على أنه "يُعد تستراً كل إخفاء أو مسك أو تحويل شيء أو التوسط في ذلك ، مع العلم أنه تأتى من جريمة ..." ، كما توجب المادة ٣ من قانون مكافحة غسل الأموال لسنة ١٩٩٠ الفرنسي على كل وسيط الإبلاغ عن الأموال المتحصلة من جرائم حتى لو لم يرق هذا العلم إلى درجة اليقين ؛ انظر في تفصيل ذلك : د.منير بو ريشه ، المسؤولية الجنائية للوسطاء الماليين في عمليات البورصة ، دار الجامعة الجديدة للنشر ، الإسكندرية ، مصر ، ٢٠٠٢ ، ص ١٢٤ـ ١٢٥ .

(3) المادة الأولى من التعميم الصادر عن مجلس إدارة هيئة الأوراق المالية والسلع في دولة الإمارات العربية المتحدة في شأن إجراءات مواجهة غسل الأموال .

(4) انظر القانون الاتحادي لدولة الإمارات العربية المتحدة رقم ٤ لسنة ٢٠٠٢ بشأن تجريم غسل الأموال وكذلك التعميم الصادر عن مجلس إدارة هيئة الأوراق المالية والسلع في دولة الإمارات العربية المتحدة بتاريخ ٢٠٠٤/٢/١٨ في شأن إجراءات مواجهة غسل الأموال ، القانون رقم ٨٠ لسنة ٢٠٠٢ بإصدار قانون مكافحة غسل الأموال في جمهورية مصر العربية ، وقرار لجنة سوق الدوحة للأوراق المالية رقم (٣ / ١٦) لسنة ٢٠٠٥ بشأن التعليمات الخاصة بإجراءات حظر ومكافحة غسل الأموال وتمويل الإرهاب .

وقد ألزم المشرع الإماراتي إدارات بورصات الأوراق المالية المرخصة في الدولة بوجوب تسجيل كافة معاملات التسوية بين كل من المستثمر والوسيط المالي والبورصة التي تتم فيها العملية ، والتي تبلغ أربعين ألف درهم أو أكثر وفقاً للنموذج المعد لذلك ، والذي يتضمن معلومات عن المستثمر (المشتري) ، والوسيط الذي تمت بواسطته العملية ، والمبلغ الذي تمت به العملية ، ويذيل النموذج بتوقيع كل من المستثمر والموظف المسئول لدى إدارة البورصة .[١]

كما يتعين على إدارات البورصات بالإضافة إلى الوسطاء العاملين فيها ، إبلاغ قسم التفتيش والمتابعة في هيئة الأوراق المالية والسلع عن المعاملات غير الاعتيادية في الأوراق المالية [٢] ، بالإضافة إلى واجب إدارة البورصة تعيين موظف يُسأل عن الانضباط ، وعن موافاة الهيئة وإبلاغها بالحالات التي يشتبه في أنها جرائم غسل للأموال ، وحفظ السجلات الخاصة بتلك الحالات .[٣]

ولم يكتفِ المشرع الإماراتي بالنص على الواجبات المقررة على تلك الجهات بتسجيل العمليات التي تتجاوز مبلغاً معيناً ، وبالإبلاغ عن العمليات المشبوهة التي تجري في أسواق الدولة فحسب ، بل فرض العقوبات على جميع الفاعلين سواء منهم الأساسيين أم المشتركين في جريمة غسل الأموال أو الذين أخلوا بواجبهم في الإبلاغ عن تلك العمليات أو الأموال .[٤]

---

(1) المادة ٤ من التعميم الصادر عن مجلس إدارة هيئة الأوراق المالية والسلع في دولة الإمارات العربية المتحدة في شأن إجراءات مواجهة غسل الأموال .

(2) المادة (٥ / ١) من التعميم الصادر عن مجلس إدارة هيئة الأوراق المالية والسلع في شأن إجراءات مواجهة غسل الأموال .

(3) المادة (٥ / ٢) التعميم الصادر عن مجلس إدارة هيئة الأوراق المالية والسلع في شأن إجراءات مواجهة غسل الأموال .

(4) انظر المواد ١٣ و ١٤ و ١٥ من القانون الاتحادي لدولة الإمارات العربية المتحدة رقم ٤ لسنة ٢٠٠٢ بشأن تجريم غسل الأموال التي سوف نأتي على تفصيلها في الفصل الثاني من هذا الكتاب عند دراسة صورة الإخلال المتمثلة بعدم الإفصاح عن جرائم غسل الأموال (انظر ص ٣٦٧- ٣٧٠ من الكتاب) .

وقد استحدث المشرع الإماراتي وحدة خاصة بمصرف الإمارات المركزي تدعى بـ "وحدة المعلومات المالية " تتولى مواجهة عمليات غسل الأموال والحالات المشبوهة ، وتقوم كافة المنشآت المالية والمنشآت المالية الأخرى والتجارية والاقتصادية ذات الصلة في الدولة بإرسال تقارير المعاملات المشبوهة إليها .[١]

الفرع الثالث

وسائل الإفصاح عن المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية

يبدو أن الإفصاح عن المعلومات والبيانات المتعلقة بالأوراق المالية وبالجهات المصدرة لها غير ذي فائدة ما لم توجد وسائل وآليات توصل تلك المعلومات والبيانات من الأطراف الملزمة بأدائها إلى الأطراف المستفيدة منها ، لكي يؤتي تطبيق هذا المبدأ ثماره ، ويتمكن المستثمر من اتخاذ القرار الصائب ، تبعاً للمعلومات التي تصل إليه ، وتلك التي يتمكن من الإطلاع عليها .

وتدرك الجهات المصدرة التي تسعى لجذب السيولة النقدية لتوظيفها في القنوات الاستثمارية أن عليها مقابل ذلك تقوية عوامل الجذب لتلك الأموال ، والتي من بينها وسائل الإفصاح ونشر المعلومات والبيانات عن أدائها ونشاطاتها بالشكل الذي يفصح عن حقيقة مركزها المالي ، وأن تكون تلك المعلومات كافية لإقناع المستثمرين في بورصة الأوراق المالية بالاستثمار لصالح تلك الجهات ، ويشمل ذلك السعي في الإقناع في عدة اتجاهات ، منها التأكيد على أن المنشأة في وضع مالي قوي ، وأن لديها إدارة رشيدة ، إضافة إلى كونها تمتلك خططاً مثيرة للمستقبل ، إلى غير ذلك من صور الترويج لجذب المستثمرين .[٢]

---

(1) المادة ٧ من القانون الاتحادي لدولة الإمارات العربية المتحدة رقم ٤ لسنة ٢٠٠٢ بشأن تجريم غسل الأموال .

(2) مايكل هيل ، مرجع سابق ، ص ١٥٩ .

وسواء أكانت تلك الوسائل والآليات تقليدية أم تواكب التطور ، فهي مهمة ولا غنى لأي سوق عنها ، إلا أنه بالرغم من ذلك فإن لدرجة تطور الوسيلة دوراً في مدى سرعة توصيل المعلومات إلى المساهمين الحاليين والمحتملين .

ويقصد بالوسائل المتبعة في الإفصاح عن المعلومات وإيصالها إلى المستفيدين جميع الوسائل السمعية والبصرية ، سواء منها المحلية أم الأجنبية ، المكتوب منها أم المذاع أم المنقول بأي وسيلة الكترونية أم أية وسيلة أخرى .[١]

ويدخل في عداد تلك الوسائل : المحطات الإذاعية والتلفازية والمواقع الالكترونية المنتشرة على شبكة الانترنت ، وكذلك الصحف والمجلات العامة منها والمتخصصة ، بالإضافة إلى النشرات والكتيبات التي تصدر عن الجهات المصدرة ، وكذلك عن الهيئات العامة لأسواق المال وإدارات البورصة ، وغير ذلك من الوسائل التي قد تظهر في المستقبل أدوات للإفصاح عن المعلومات .

وللإحاطة بالوسائل التي يستعان بها في الإفصاح عن المعلومات ، سوف يتم تناولها في الفقرات التالية :

أولاً : التقارير والنشرات :

من بين وسائل الإفصاح عن المعلومات : التقارير والنشرات التي تصدر عن الجهات المصدرة ، والتي تلزمها التشريعات المالية بالإفصاح عنها حسب التوقيتات المرحلية ، والتي تم الإشارة مسبقاً إلى ما تتضمنه من معلومات وبيانات .

كما تعد النشرات والدلائل التي تصدر عن بورصات الأوراق المالية من الوسائل الكفيلة بالإفصاح عن المعلومات وإيصالها إلى المستثمرين ، وتأخذ تلك النشرات صوراً من النشرات المسموعة والمقروءة والمرئية ، كما أن تلك النشرات

(1) المادة ٢٢١/ ٢ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري .

تصدر بشكل يومي وأسبوعي وشهري وفصلي وسنوي .[١]

وقد قرر المشرع على إدارات الأسواق في دولة الإمارات العربية المتحدة أن تقوم بإعداد نشرات يومية ، وأخرى أسبوعية ، وثالثة شهرية ، تتضمن بياناً بالأوراق المالية المتداولة في السوق ، وتلك المدرجة خلال الشهر ، إضافة إلى المؤشرات الخاصة بالتداول ، وأن تعتمد تلك النشرات من مدير عام السوق ، أو من يفوضه ، على أن تنشر بشكل منتظم في الصحف المحلية اليومية الصادرة باللغة العربية ، وهذا ما أكدت عليه كذلك التشريعات المنظمة لبورصات الأوراق المالية الأخرى .[٢]

ثانياً : وسائل الإعلام :

دخلت وسائل الإعلام بما فيها المقروءة والمسموعة والمرئية المجال في أنشطة بورصة الأوراق المالية بما تبثه من تقارير وتحليلات ونشرات عن أسعار الأوراق المالية للبورصات في شتى بقاع الأرض ، حيث تؤدي تلك الوسائل دوراً بارزاً في تعريف المستثمرين وغيرهم بهذا النشاط .

وفي الولايات المتحدة الأمريكية مثلاً نجد صحفاً كثيرة تعنى بنشر المعلومات والبيانات عن بورصة الأوراق المالية وأداء الشركات المدرجة والتحليلات المالية ، مثل صحيفة نيويورك تايمز New York Times (NYT) ، وصحيفة وول ستريت Wall Street Journal (WSJ) ، وصحيفة يوميات المستثمر (Investor's Daily) ، وجميع تلك الصحف هي صحف متخصصة في شئون الاستثمار في الأوراق المالية ، كما توجد في الولايات المتحدة الأمريكية

---

(1) المادة ١٠٢ من اللائحة التنفيذية لسوق رأس المال المصري التي قررت نشر المعلومات عن التداول يوميا عن طريق نشرة أسعار يومية تعدها البورصة ، وأخرى شهرية .

(2) المادة ١٩ من قرار هيئة الأوراق المالية والسلع لدولة الإمارات العربية المتحدة رقم ٢ لسنة ٢٠٠١ بشأن النظام الخاص بالتداول والمقاصة والتسويات ونقل الملكية وحفظ الأوراق المالية ، كما نصت المادة ٣ / د من تعليمات الإفصاح الخاصة ببورصة عمّان لسنة ٢٠٠٤ على (يتم الإفصاح من خلال نشرات البورصة أو التعميم على الأعضاء أو الإعلان بالطرق التي تراها البورصة مناسبة) .

العشرات من المجلات المتخصصة في مجال المال والأعمال ، وخاصة الاستثمار في البورصة ، ومنها المجلة الأسبوعية المسماة بـ "بارون" والتي تصدر عن شركة داو جونز ، والمجلة نصف الأسبوعية " أخبار التجارة والمال" ، وكذلك المجلة نصف الشهرية "فورشن" (Forchin) ، إضافة إلى العشرات من المجلات الأخرى التي تعنى بشؤون بورصة الأوراق المالية والشركات المدرجة .[١]

وعلى نطاق البورصات العربية فبالرغم من أن الاهتمام الإعلامي بأنشطة تداول الأوراق المالية قد بدأ متأخراً إلا أن هناك تطوراً متنامياً وسريعاً في الاهتمام من خلال القنوات الإعلامية العربية التي تتسارع في نقل الأخبار المتعلقة بأسواق الأوراق المالية العربية وكذلك العالمية .

وتمارس وسائل الإعلام دوراً كبيراً في مجال الإفصاح عن المعلومات من عدة جهات ، فهي بالإضافة إلى الدور الرقابي الذي تمارسه على أنشطة البورصة بشكل عام ، وعلى الجهات المدرجة بشكل خاص ، فهي أيضاً تمارس دوراً في توصيل المعلومات والبيانات المفصح عنها من الجهات المخولة بهذا الإفصاح إلى الجمهور ، بمن فيهم المستثمرون في البورصة ، ولوسائل الإعلام دور من جهة ثانية في نشر المعلومات الأخرى عن القطاع الذي تعمل فيه الجهة المدرجة ، بالإضافة إلى المعلومات المتعلقة بالاقتصاد والظروف المحلية والعالمية .[٢]

كما تؤدي القنوات التلفازية والإذاعية دوراً في نشر التوعية الاستثمارية ، وتعريف الجمهور بتطورات بورصات الأوراق المالية ، وبشكل مستمر ، فعلى سبيل المثال هناك ربط مباشر بين بعض القنوات التلفازية وبورصات الأوراق المالية ، من خلال بث شريط تلفزيوني لمعلومات التداول وأسعار الأوراق المالية .

---

(1) د. منير إبراهيم هندي ، الأوراق المالية وأسواق رأس المال ، مرجع سابق ، ص ٢١٩- ٢٣١ .

(2) د.صالح أحمد البربري ، الممارسات غير المشروعة في بورصة الأوراق المالية ، مرجع سابق ، ص ١٥٥ .

ثالثاً : المطبوعات والإصدارات المتنوعة :

تعنى مؤسسات متعددة ذات تخصص بأنشطة المال والاقتصاد وببورصات الأوراق المالية بعقد الندوات والمؤتمرات وإصدار الأبحاث والدراسات ذات الصلة بالبورصة ، والتي تعمل على مساعدة العديد من المستثمرين في توعيتهم لقواعد التعامل في الأوراق المالية .

ويصدر في الولايات المتحدة الأمريكية العديد من المطبوعات والإصدارات الأخرى عن جهات متخصصة في الاستثمار بشكل عام ، وبالبورصة بشكل خاص ، يطلق عليها بمطبوعات استشاريي الاستثمار ، كالمطبوعات التي تصدر عن "مؤسسة ستاندرد آند بورس" ، والمطبوعات المعنية بمسح مستوى قيمة الاستثمار ، كما تصدر التقارير عن منشآت الأعمال ، كالتقارير إلى حملة الأسهم ، والتي تتضمن التقارير السنوية والتقارير ربع السنوية وبيان صادر عن المدير التنفيذي والتوقعات المستقبلية ، كما تصدر أيضاً عن تلك المنشآت التقارير إلى لجنة الأوراق المالية والبورصة حيث تتضمن الكثير من المعلومات ويأتي في مقدمتها بيان التسجيل الذي تقدمه المنشأة عندما تقرر إصدار أوراق مالية ، بالإضافة إلى التقارير الأخرى التي تصدر عن تلك المنشآت ، كما يصدر عن بيوت السمسرة عدد من المطبوعات تتضمن بحوثاً ودراسات تتيح لعملائها الحاليين والمحتملين معلومات مجانية ومفيدة عن البورصة والشركات المدرجة فيها .(١)

وللجهات الحكومية دور فاعل في إيصال المعلومات والبيانات للمستثمرين وللجمهور بشكل عام وذلك من خلال التقارير والإحصاءات والدراسات ، وتعد من مصادر المعلومات في الولايات المتحدة الأمريكية ما تتضمنه بنوك المعلومات من معلومات وبيانات وملفات يمكن لأي شخص شراؤها بتكلفة زهيدة .(٢)

---

(1) د.منير إبراهيم هندي ، الأوراق المالية وأسواق رأس المال ، مرجع سابق ، ص٢٣٢- ٢٣٦ .

(2) للتفصيل في هذا الموضوع انظر في المرجع السابق ، ص ٢١٨- ٢٣٩ .

رابعاً : تعيين موظف مختص للرد على الاستفسارات :

ألزمت بعض التشريعات على الجهات المدرجة تعيين أحد موظفيها ليقوم بواجب الاتصال بالجهات الرسمية بما فيها هيئات الأوراق المالية وإدارات البورصات ، بالإضافة إلى الرد على جميع استفسارات المساهمين الحاليين والمحتملين ، وإطلاعهم على المعلومات التي تمكنهم من اتخاذ القرارات المناسبة بشأن الاستثمار في الأوراق المالية ، ومن القوانين التي عنت بهذا الموضوع قانون سوق رأس المال المصري رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ [1] ، ولا نجد مثل هذا الالتزام على الشركات في تشريعات دول أخرى كالإمارات العربية المتحدة والأردن الكويت .

خامساً : وسائل الاتصال الحديثة :

بالتطور الحاصل في عالم الاتصالات وظهور وسائل اتصال حديثة وخاصة الانترنت أصبحت المعلومات تتداول بسهولة وبأوقات قياسية ، مما ساعد كثيراً من الجهات المعنية ومنها بورصات الأوراق المالية من نشر المعلومات وتداولها بشكل قياسي ، حيث دخلت أنظمة الحاسب الآلي إلى البورصات من خلال نظام التداول الآلي ونظام العرض على شاشات التداول مما ساعد جميع الأطراف في الحصول على المعلومات بسرعة ويسر ، ومن أي مكان يتواجد فيه المستخدم .

ومن بين تلك الوسائل المواقع الالكترونية المنتشرة على شبكة الانترنت لبورصات الأوراق المالية ، وبالإمكان الدخول على تلك المواقع من خلال أجهزة الكمبيوتر الثابت والمحمول أو الهاتف النقال ، بالإضافة إلى خدمة الرسائل القصيرة (SMS) على أجهزة الهاتف النقال التي توفرها شركات الاتصالات .[2]

---

(1) المادة ١٥ من قرار مجلس إدارة الهيئة العامة لسوق المال المصري رقم ٣٠ لسنة ٢٠٠٢ بشأن قواعد قيد واستمرار قيد وشطب الأوراق المالية ببورصتي القاهرة والإسكندرية .

(2) انظر وسائل بث معلومات التداول على الموقع الالكتروني لسوق الكويت للأوراق المالية www.kuwaitse.com

إلا أنه ومع تعدد الوسائل المتاحة لتلقي المعلومات فإن على المستثمرين أن يقوموا بتمحيص المعلومات الواردة إليهم من مصادرها ، فليس كل ما ينشر أو يقال يعتد به دون مراجعة ، فالهيئات العامة للأوراق المالية وإدارات البورصات ، وكذلك الجهات المصدرة ممثلة بمجالس إداراتها تعدّ من الجهات صاحبة الحق في التصريح بأي معلومات والإفصاح عنها ، وتمتلك في الوقت نفسه قدراً كبيراً من الشفافية في المعلومات التي تصدر عنها ، أما باقي المصادر فما يصدر من خلالها من إعلانات وبيانات يجب أن ينظر إلى الجهة الأصلية التي أصدرته ، ويعاد النظر فيه قبل اتخاذ أي قرار من قبل المستثمر .

المطلب الثاني

حدود تطبيق مبدأ الإفصاح عن المعلومات ومدى الشفافية فيها

تمهيد وتقسيم :

كفل المشرع للمساهمين بشكل خاص ، ولكل ذي مصلحة يقرها القانون بشكل عام ، الحق في الاطلاع على المعلومات والبيانات المتعلقة بالجهات المصدرة للأوراق المالية ، وفقاً للإجراءات التي حددتها التشريعات المنظمة لبورصات الأوراق المالية ، وفي بعض الأحيان لقاء رسوم رمزية محددة ، إلا أن ذلك الحق في الاطلاع ليس على إطلاقه ، وإنما قد يصطدم في بعض الأحيان بحق آخر ، هو حق الجهات المحتفظة بتلك المعلومات بالاحتفاظ ببياناتها السرية المتعلقة بأنشطتها وأعمالها ، والتي قد تمس مصالحها ، بما قد يؤدي الإعلان عنها أو الاطلاع على تلك المعلومات من قبل الجمهور - بمن فيهم المساهمون - التسبب في الضرر لها .

لذلك فإن حدود تطبيق مبدأ الإفصاح والشفافية قد تقف عندما يتعلق الأمر بالسرية التي تضفيها الجهات المصدرة على بعض المعلومات المتعلقة بها وببياناتها وأنشطتها ، إلا أن المنطق يحتم التعرف على حدود هذه السرية التي

تضفى على تلك المعلومات والبيانات ، وفي المقابل بيان حدود حق المساهمين والجمهور بشكل عام في الاطلاع على المعلومات ، وهل يشكل امتناع الجهات المصدرة من الإدلاء ببعض المعلومات بحجة أنها سرية على مقدار الشفافية التي فرضها المشرع جنباً إلى جنب مع واجب الإفصاح عن المعلومات .

لذلك فإن من المسائل الهامة في هذا المجال فهم كلا الحقين (حق الجمهور في الإطلاع على المعلومات ، وحق الجهات المصدرة في الاحتفاظ ببياناتها السرية) ، والعمل على التوفيق بينهما بشكل لا يؤدي إلى الإضرار بأي طرف على حساب الأطراف الأخرى ، وبشكل لا يسيء إلى مبدأ الشفافية بنفس القدر لما هو مقرر للواجب في الإفصاح .

لذلك ، تطلب بيان هذا الموضوع أن يتم تناوله من خلال الفرعين التاليين:

الفرع الأول : المصالح المتعارضة في الإفصاح عن المعلومات .

الفرع الثاني : مدى الشفافية في المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية .

الفرع الأول

المصالح المتعارضة في الإفصاح عن المعلومات

قد تنظر الجهات المصدرة للأوراق المالية ، وبالأخص شركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم إلى بعض المعلومات والبيانات المالية المتعلقة بها وبأنشطتها على أنها سرية ، وبالتالي لا تفي تلك الجهات بواجبها في الإفصاح عن معلومات وبيانات معينة بحجة الحفاظ على سريتها وحفاظاً على المصالح العليا لتلك الجهات وعدم الإفشاء بها لتفادي وصولها إلى جهات أخرى منافسة ، مما قد يسبب ذلك الإفصاح في الضرر للجهات المصدرة .[١]

(1) Corine Van Den Bussche, " La Protection Penale Contre L'espionnage Des Secrets D'affaires (IRE PARTIE) " , PA numero 135, du 10 novembre 1995.
نقلا عن : د.صالح أحمد البربري ، الممارسات غير المشروعة في بورصة الأوراق المالية ، مرجع سابق ، ص ٣٤ .

وفي مقابل ذلك الإحجام من قبل تلك الجهات في الإفصاح عن المعلومات بحجة السرية ، فإن هناك حقاً طبيعياً للمساهمين الحاليين والمحتملين بالإطلاع على كافة المعلومات المتعلقة بأنشطة تلك الجهات وبالأوراق المالية الصادرة عنها . وبينهما وجد الموقف الوسط في التوفيق بين هذين الحقين ، وهو ما سيتم التطرق إليه تباعاً في الفقرات الآتية :

أولاً : حق الجهات المصدرة في الاحتفاظ بمعلوماتها السرية :

بالرغم من أن للمساهمين الحاليين والمحتملين الحق في الاطلاع على المعلومات والبيانات المتعلقة بالجهات المصدرة وبأوراقها المالية المدرجة في البورصة ، فقد منح المشرع أيضاً الحق لتلك الجهات بالاحتفاظ ببياناتها السرية التي إذا ما تم الإعلان عنها أمام الكافة فمن الممكن أن تصل إلى جهات أخرى منافسة بشكل تُستغل تلك المعلومات في غير مصلحة الجهة صاحبة المعلومات المفصح عنها ، وعادة يضمن المشرع لتلك الجهات الاحتفاظ ببياناتها إذا ما اعتقدت تلك الجهات أن من شأن الإفصاح عنها أن يؤدي إلى الإضرار بها وبمصالحها .

ومن جهته فقد أجاز المشرع الإماراتي للجهات أو الشركات المصدرة ألا تصدر إعلاناً صحفياً بشأن بيانات معينة إذا كانت لدى إدارتها العليا أسس معقولة للاعتقاد بأن الكشف عن تلك البيانات سيؤدي إلى الإضرار على نحو خطير بمصالحها ، على شرط أن لم ولن يتم أي تعامل بأسهمها من قبل أعضاء مجلس إداراتها والمديرين التنفيذيين وأقربائهم من الدرجة الأولى استناداً للمعلومات التي تعلن للجمهور ، على أن تقوم الجهة أو الشركة المصدرة بتزويد مدير السوق بتلك المعلومات والبيانات ومطالبته باعتبارها سرية لحين انتفاء الأسباب التي دعت لحجبها ، إلا أن نفس المشرع قيد ذلك بقرار مدير السوق بالموافقة على تلك المطالبة أو إلزام الشركة أو الجهة المصدرة بالإعلان عن البيانات والمعلومات ، وذلك بالتنسيق مع هيئة الأوراق المالية والسلع في الدولة .[1]

(1) المادة ٣٥ من قرار هيئة الأوراق المالية والسلع لدولة الإمارات العربية المتحدة رقم ٣ لسنة ٢٠٠٠ بشأن النظام الخاص بالإفصاح والشفافية .

كما حظر المشرع الإماراتي أيضاً على أطراف معينة كأعضاء مجالس الإدارة والمديرين فيها ومراجعي حساباتها والذين يعهد إليهم بمهمة التفتيش على تلك الجهات ، الإدلاء بأي معلومات أو بيانات سرية من شأنها الإضرار بمصالح الشركات التي يمثلونها ، وذلك حفاظاً على أسرار الشركة وعدم إذاعتها إلى الغير تحت طائلة العزل والمطالبة بالتعويض [١] ، بالإضافة إلى تعرض المخالف للحبس مدة لا تقل عن ثلاثة أشهر ولا تتجاوز سنتين وبغرامة لا تقل عن عشرة آلاف درهم ولا تتجاوز مائة ألف درهم أو بإحدى هاتين العقوبتين .[٢]

وبوجه عام فإن سلطات مجلس إدارة الجهة المصدرة وبشكل خاص السلطات التي يتمتع بها رئيس مجلس الإدارة مقيدة بما هو منصوص عليه في القانون وكذلك بنظام الشركة ، فلا يجوز لهم تجاوز تلك السلطات [٣] ، وبالتالي لا يستطيعون الاحتجاج بواجب الإفصاح لتبرير الإدلاء بالمعلومات السرية الخاصة بالجهة التي يتبعونها إلى الغير .

ويجد هذا الحظر من الإدلاء والإفصاح عن المعلومات السرية التي تخص الجهة المصدرة أساسه القانوني من عدة وجوه ، فهو التزام أدبي تجاه من يتمكن بحكم علاقته بالشركة من الاطلاع على معلومات سرية ، كما أنه التزام وواجب قانوني للحظر الذي تقرره التشريعات على أولئك الأشخاص من الإفصاح عن المعلومات السرية والعقوبات التي تقررها النصوص التشريعية للمخالفين لذلك الحظر .

وكما يوجد من يؤيد واجب الإفصاح عن جميع المعلومات وعدم حجبها عن المستفيدين منها وفقاً لقواعد وأنظمة معينة ، فإن هناك في المقابل من يؤيد هذا

---

(1) وقد حظرت كل من المادة ١٤٩ من قانون الشركات التجارية الاتحادي لدولة الإمارات العربية المتحدة رقم ٨ لسنة ١٩٨٤ والمادة ١٠٨ من قانون الشركات المصري رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١ على مراجع الحسابات الإدلاء بمعلومات سرية تخص الشركة إلى الغير ؛ كما قررت المادة ١١١ من قانون الشركات الاتحادي رقم ٨ لسنة ١٩٨٤ مسئولية رئيس وأعضاء مجلس إدارة الشركة عن أعمال الغش وإساءة استعمال السلطة وعن كل مخالفة للقانون أو نظام الشركة وعن الخطأ في الإدارة ، وقضت بنفس المعنى المادة ١٤٨ من قانون الشركات الكويتي رقم ١٥ لسنة ١٩٦٠ .

(2) المادة ٣٢٢/ ٧ من قانون الشركات التجارية الاتحادي لدولة الإمارات العربية المتحدة رقم ٨ لسنة ١٩٨٤ .

(3) د.مصطفى كمال طه ، مرجع سابق ، ص ٢٦٨- ٢٦٩ .

الحظر في الإفصاح عن المعلومات السرية ويقف ضد الإدلاء بالمعلومات المهمة التي تتضمنها التقارير المالية وذلك خوفاً من حصول جهات منافسة على تلك المعلومات ، أو أن يحصل بعض المحللين الماليين على مزايا معينة لصالح بعض المستثمرين .(١)

وينبغي التمييز في هذا المقام بين موضوع حظر الإفصاح عن المعلومات السرية للجهات المصدرة من جهة ، وبين حظر إفشاء المعلومات الداخلية للغير والذي يدخل ضمن صورة ما يعرف اصطلاحاً بالتعامل الداخلي (Insider Trading) ، فموضوع حظر الإفصاح عن المعلومات السرية يتعلق بالاستثناء على الأصل العام في الإفصاح عن المعلومات والبيانات بسبب كون تلك المعلومات سرية مما ينتج عن الإفصاح عنها مساس بالمصالح العليا للمنشأة في تمكين الجهات المنافسة من الاطلاع عليها واستغلالها ، وبالتالي الإضرار بالمنشأة صاحبة تلك المعلومات ، بينما يوجد مفهوم حظر إفشاء المعلومات الداخلية إلى الغير أي حظر لأي معلومات أو بيانات تتعلق بأنشطة المنشأة أو بأوراقها المالية في وقت لم تعلن بعد على المساهمين والجمهور ، وبصرف النظر عن طبيعة تلك المعلومات سواء أكانت سرية أم غير سرية .

بالإضافة إلى ما تقدم فإن الفارق يتمثل كذلك في المنفعة المادية التي يجلبها الإدلاء بالمعلومات ، حيث قد تتحقق أو لا تتحقق المنفعة المادية من وراء الإفصاح عن المعلومات السرية ، فالحظر هنا مطلق لا يرتبط بجلب منفعة ما ، بينما يرتبط موضوع الإدلاء بالمعلومات الداخلية بجلب منفعة مادية للطرف الذي سيستفيد من المعلومة الداخلية التي وصلت إلى علمه قبل غيره سواء أكان ذلك الشخص مطلعاً مباشراً أم مستفيداً .

وتمتاز بعض المعلومات والبيانات المتوفرة لدى الهيئات العامة للأوراق المالية وإدارات البورصات بطابع من السرية ، ولذلك تم حظر الاطلاع عليها إلا

(1) Eldon Hendriksen , Accountants Theory , New York :R.D. Irwin , 1992 , P. 514 ،
نقلاً عن : علي العبد خليل سعادة ، مرجع سابق ، ص ١٨.

من قبل المدير التنفيذي وموظفي البورصة المختصين ، ومن القوانين التي صرحت بهذا الحظر القانون الأردني .[١]

ثانياً : حق الرأي العام والجهات الرقابية في الإطلاع على المعلومات :

يعد الإطلاع على المعلومات المتعلقة بالجهات المصدرة للأوراق المالية من الحقوق الأساسية للمساهمين الحاليين والمحتملين في البورصة ، فبناءً على تلك المعلومات سيتمكن المستثمرون من اتخاذ القرارات الصائبة في الاستثمار من عدمه ، أو حتى التخلص من أوراق مالية معينة ثبت لهم عدم الفائدة من الاحتفاظ بها .[٢]

وحق الاطلاع مقرر لجميع المساهمين في الشركة سواء منهم ممن تتوافر فيهم شروط حضور اجتماعات الجمعية العمومية أم غيرهم ، وهذا الحق مقرر للمساهمين في جميع الأوقات ولا يرتبط باجتماعات الجمعية العمومية العادية منها أو غير العادية .[٣]

وقد كفل العديد من القوانين المقارنة هذا الحق للمساهمين وذلك حماية للمصلحة العامة واستقراراً لبورصات الأوراق المالية ، ومنها القانون الفرنسي الذي قرر تلك الحماية وفصّلها حسب نوع كل شركة ، وأكد في نصوص معينة على أن التقارير والبيانات التي تصدر عن مجالس الإدارة وعن المديرين في الشركات يجب أن تخضع لموافقة الجمعيات العمومية لتلك الشركات خلال الستة أشهر التالية لختام أنشطتها ، إضافة إلى وجوب إعلانها لمختلف الوثائق والتقارير

(1) المادة ٤/ أ من تعليمات الإفصاح الخاصة ببورصة عمّان لسنة ٢٠٠٤ (الأردن) .

(2) د.عمر سالم ، الحماية الجنائية للمعلومات غير المعلنة للشركات المقيدة بسوق الأوراق المالية ، ط ١ ، دار النهضة العربية ، ١٩٩٩ ، القاهرة ، مصر ، ص ١٤٦ .

(3) د.حماد مصطفى عزب ، حق المساهمين في الرقابة على إدارة الشركة ، بحث مقدم ضمن أعمال المؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر برعاية جامعة الإمارات العربية المتحدة وغرفة تجارة وصناعة دبي ، مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات ، دبي ، الإمارات العربية المتحدة ، المجلد الثاني ، الفترة من ٦-٨ مارس ٢٠٠٧ ، ص٦٢٠-٦٢١ .

سواء منها الصادرة عن مراجعي حساباتها وتلك الصادرة عن مجالس إداراتها .[١]

وقد استحدث المشرع الفرنسي في عام ١٩٤٥ لجنة تسمى (لجنة المشروع) ، وجعل من بين مهامها - في تطور تشريعي لاحق - الصلاحيات التي تمكنها من الحصول على نفس البيانات التي توضع تحت تصرف المساهمين بما فيها بيانات الميزانية وحساب الأرباح والخسائر والتقرير المالي لمراجع الحسابات وغيرها من المستندات الأخرى التي تعرض على الجمعية العمومية ، كما يحق للجنة المذكورة استدعاء من ترى ضرورة استدعائه للاستيضاح منه عن بيانات تلك المستندات بمن فيهم مراجع الحسابات .[٢]

وقد كفل المشرع الأردني أيضاً للمساهمين وغيرهم حق الإطلاع على المعلومات والوثائق المنشورة المتعلقة بالشركات المسجلة بمقتضى أحكام القانون الخاصة بتلك الشركات المحفوظة لدى مراقب الشركات ، وأن يحصل بموافقته على صورة مصدقة منها ، وأن يحصل بطلب من المحكمة على صورة مصدقة عن أي بيانات غير منشورة مقابل رسم معين .[٣]

وكما يعد الاطلاع على المعلومات حقاً مقرراً لمراجع الحسابات على الجهات المصدرة ، فهو في ذات الوقت يعتبر واجباً مقرراً على عاتقه يجب عليه القيام به بكل أمانة وحرفية ومصداقية ، وأن يتحقق من جميع المستندات التي كفل له القانون حق الاطلاع عليها ليحقق الهدف الذي قرر المشرع من ورائه هذا الحق في الاطلاع .[٤]

كما ضمن المشرع المصري هذا الحق لكل ذي مصلحة في طلب الاطلاع

---

(1) المادة (١٦/ ٢) من قانون ٢٤ يوليو ١٩٦٦ والمادة (١٢/ ٢) من مرسوم ٢٧ مارس ١٩٦٧ ، انظر د.صالح البربري ، الممارسات غير المشروعة في بورصة الأوراق المالية ، مرجع سابق ، ص ٣٦ .

(2) وقد تم استحداث هذه اللجنة وتقرير مهامها وصلاحيتها بموجب الأمر الصادر في عام ١٩٤٥ المعدل بالقانون رقم ٤ لسنة ١٩٧٣ والقانون رقم ٩١٥ لسنة ١٩٨٢ ، د.علي سيد قاسم ، مرجع سابق ، ص ١٧٩ .

(3) المادة ٢٧٤ من قانون الشركات الأردني رقم ٢٢ لسنة ١٩٩٧ .

(4) المادة ١٩٣/هـ من قانون الشركات الأردني رقم ٢٢ لسنة ١٩٩٧ .

لدى الهيئة العامة لسوق المال على مستندات الجهة المدرجة ، والحصول على بيانات وصور منها مقابل مبلغ خمسين جنيهاً عن كل اطلاع على مستند أو بيان ما ، ومائة جنيه مقابل الحصول على كل صورة منها [١] ، وللهيئة العامة لسوق المال الحق في الموافقة ، أو رفض طلب الاطلاع حسب مقتضيات المصلحة العامة والأثر الذي قد يلحق الجهة صاحبة المستندات المطلوب الاطلاع عليها .[٢]

أما المشرع الإماراتي فقد أثبت للمساهمين الحق في الاطلاع على دفاتر الشركة ووثائقها ، إلا أنه قرن تفعيل هذا الحق بحصول الإذن من مجلس إدارة الشركة طبقاً لما ينص عليه نظام الشركة ، كما أن للمحكمة أن تلزم الشركة بتقديم معلومات محددة للمساهمين بما لا يتعارض مع مصالح الشركة .[٣]

كما قرر المشرع الإماراتي الحق للمساهمين في الاطلاع بشكل غير مباشر ، وذلك من خلال تمكين المراجع في الاطلاع في كل وقت على جميع مستندات الشركة ووثائقها ، وهو إذ يمارس هذه المهمة فهو يمارسها كونه مفوضاً من قبل الجمعية العمومية ، وله في حال مواجهته لأي عراقيل في الاطلاع ، ويبين ذلك في تقرير يقدمه لمجلس إدارة الشركة ، فإن لم يسمح له بالإطلاع فيقوم بإرسال صورة من التقرير إلى الوزارة والسلطة المختصة بعد أن يعتمد من قبل الجمعية العمومية .[٤]

بالإضافة إلى عدم تعيين المشرع الإماراتي لأطراف أخرى يكون من حقها الإطلاع على المعلومات الخاصة بالمنشأة ، بينما كفل المشرع المصري لكل ذي مصلحة في الاطلاع على الوثائق والسجلات والمحاضر والتقارير المتعلقة بالجهات المصدرة وبأوراقها المالية ، أن يتقدم للهيئة العامة لسوق المال بطلب الاطلاع والحصول على بيانات أو صور منها ، مقابل خمسين جنيهاً مصرياً

(1) المادة ٧٠ من قانون سوق رأس المال المصري رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ .

(2) المادة ٧١ من قانون سوق رأس المال المصري رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ .

(3) المادة ١٧٠ من قانون الشركات التجارية الاتحادي لدولة الإمارات العربية المتحدة رقم ٨ لسنة ١٩٨٤ .

(4) المادة ١٤٧ من قانون الشركات التجارية الاتحادي لدولة الإمارات العربية المتحدة رقم ٨ لسنة ١٩٨٤ .

للاطلاع على أي مستند ، ومقابل مائة جنيه عن كل صورة مستند .[١]

كما نص المشرع المصري أيضاً على حكم خاص بأن أعطى الحق لأشخاص آخرين كالمراقبين والمفتشين المعينين من قبل الأجهزة الحكومية المختصة كوزارة الاقتصاد ، وكذلك من قبل هيئة أسواق المال وإدارات البورصة في الاطلاع على مستندات ودفاتر الجهة المصدرة ، ويتعرض كل من يخالف ذلك للعقوبات التي فرضها القانون .[٢]

وأعطى المشرع المصري في قانون سوق رأس المال لموظفي الهيئة العامة الممنوحة لهم صفة الضبطية القضائية الحق في الاطلاع على البيانات والمستخرجات والحصول على صور المستندات التي يطلبونها الخاصة بالمنشأة الخاضعة للتفتيش لدى أي جهة توجد لديها تلك المستندات ، وعلى موظفي الجهات التي توجد لديها تلك المستندات تمكين موظفي الهيئة من ذلك ، ويكون تحت طائلة العقاب كل من يقف أمام التمكين من الاطلاع .[٣]

بالإضافة إلى ما تقدم يحق للمساهمين تفويض جهات أو أشخاص معينين في ممارسة حق الرقابة المقرر للمساهمين والاطلاع على مستندات وسجلات الجهات المصدرة للأوراق المالية ، ولا يحق لهذه الجهات الامتناع عن تمكين هؤلاء الأشخاص من الاطلاع على تلك المستندات والسجلات إلا في حالة كونها تتضمن معلومات سرية لا يجوز الإفصاح عنها أو الإطلاع عليها خشية وقوعها في أيدي جهات أخرى منافسة .

وعلى هذا الأساس فإن امتنعت أية جهة من تنفيذ الواجب المقرر عليها في تمكين أشخاص أو جهات معينة من الإطلاع على المعلومات ، فإن ذلك يعد إخلالاً

(1) المادة ٧٠ من في قانون سوق رأس المال المصري رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢.

(2) المادة ١٦٣/ ٦ من قانون الشركات المصري رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١ والتي قضت بالغرامة التي لا تقل عن ألفي جنيه ولا تزيد على عشرة آلاف جنيه على كل من عمد إلى عدم تمكين الأشخاص المخولين بالاطلاع على سجلات ومستندات الشركة من ممارسة مهامهم .

(3) المادة ٤٩ من قانون سوق رأس المال المصري رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ ، والمادة ٦٥ من نفس القانون التي تعاقب كل من يخالف المادة ٤٩ .

بهذا الواجب ولا يعفي تلك الجهة إلا الاحتجاج بالمعلومات السرية التي تحجب أيضاً عن الكافة ، بل إن جهات معينة كمراجعي الحسابات وكذلك الأشخاص المخولين من قبل الجهات الحكومية لا يمكن الاحتجاج تجاهها بأن بيانات معينة هي سرية ، وبالتالي فإن حق الإطلاع على جميع المعلومات مكفول لهؤلاء الأشخاص وأمثالهم ، ويتعرض من يعرقل أداء مهامهم في الإطلاع على المعلومات والبيانات المطلوبة للجزاء وفقاً للقانون .

ويحق أيضاً لبعض الأشخاص والجهات أو من يمثلونهم في حالات معينة الإطلاع على البيانات والمعلومات الخاصة بالجهات المصدرة للأوراق المالية ، ومن بين أولئك الأشخاص المساهمون ومن يمثلونهم ، بالإضافة إلى الأشخاص الذين تنتدبهم الجمعية العمومية لتنفيذ هذه المهمة ، وكذلك ممثلو الجهات الإدارية ممن لهم صفة الضبطية القضائية .

ويشمل هذا الاطلاع جميع المستندات بما فيها الدفاتر وسجلات المنشأة ومستنداتها وغير ذلك من المستندات الخاصة بها ، وعلى رئيس مجلس الإدارة تمكين مراجع الحسابات في القيام بمهامه وتمكينه من الإطلاع على أوراق ومستندات المنشأة ، وإلا أثبت في تقريره الذي يقدمه إلى الجمعية العمومية أثناء انعقادها عدم تمكينه من القيام بهذا الإطلاع .[1]

ثالثاً : التوازن بين المصالح المتعارضة :

بالرغم من أن الظاهر على هذين الحقين (حق الإطلاع على المعلومات وحق الاحتفاظ بالمعلومات السرية) أن بينهما تنافراً وتضاداً ، إلا أن الحقيقة والواقع يؤكدان عكس ذلك ، بل إن أحدهما يكمل الآخر ، فحماية المصلحة العامة

(1) المادة ١٤٧ من قانون الشركات التجارية الاتحادي لدولة الإمارات العربية المتحدة رقم ٨ لسنة ١٩٨٤ ، والمادة ١٠٥ من قانون الشركات المصري رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١ ، والمادة (١٩٣/ هـ) من قانون الشركات الأردني رقم ٢٢ لسنة ١٩٩٧ والتي عدّ المشرع فيها الاطلاع على قرارات مجلس الإدارة والتعليمات الصادرة عن الشركة وأي بيانات يتطلب عملهم ضرورة الحصول عليها والتحقق منها ، من الواجبات على مراجع الحسابات التقيد بها .

التي من ضمنها مصلحة المساهمين الحاليين والمحتملين كذلك هي من المبادئ التي يقوم عليها حظر الإفصاح عن المعلومات السرية للشركة ، والضرر الذي يسببه وصول أي معلومة إلى الشركات المنافسة يدخل فيه الضرر بأولئك المساهمين .

وقد أكدت أغلب القوانين التي قررت الحماية لكلا الحقين على تحقيق هذه المعاني في التوازن بين المصالح المتقابلة تبعاً للأهمية النسبية لأي من المصلحتين سواءً أكانت تمثل المصالح العليا للشركة أم المصالح الخاصة للجهات طالبة الإطلاع [١] ، ومن ملامح هذا التوازن على سبيل المثال الالتزام المفروض على مراجعي الحسابات بالمحافظة على أسرار الجهات المفوضين بمراجعة حساباتها بعد منحهم الحق في الاطلاع على تلك الأسرار .[٢]

إلا أن هذا الحظر المقرر على تلك الجهات وغيرها يقف عندما يصطدم بواجب قانوني عليها بالإبلاغ عن أي معلومات تتضمن ممارسات غير مشروعة ، ولا يخل ذلك في التوازن بين هاتين المصلحتين أيضاً ، وذلك واضح فيما قرره المشرع من واجب على الجهات التي قرر لها حق الاطلاع على المعلومات والبيانات الخاصة بالشركة في الإبلاغ عن أي معلومات أو بيانات تتضمن ممارسات غير مشروعة ، وذلك استجابةً لواجب قانوني بالإبلاغ عن تلك الممارسات المخالفة للقانون ، وكحالات تُعد ضرورية للإفصاح والإبلاغ عن تلك النوعية من المعلومات ينتفي معها مبدأ السرية ، ومن بين تلك الجهات التي قرر عليها القانون واجب الإبلاغ عن تلك المخالفات مراجع الحسابات بحكم تمكنه من الإطلاع بشكل كبير على أسرار الشركات التي يتولى مراجعة وتدقيق حساباتها .[٣]

---

(1) د.صالح أحمد البربري ، قواعد الشفافية والإفصاح والأشخاص الملزمون بتطبيقها في سوق الأوراق المالية ، مرجع سابق ، ص ١٨٩٠ .

(2) انظر المادة ١٠٨ من قانون الشركات المصري رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١.

(3) انظر في ذلك المادة ٢٣٤ من قانون الشركات الفرنسي رقم ٥٧٣ لسنة ١٩٦٦ والتي قررت إعفاء مراجع الحسابات من المسئولية عن إفشاء المعلومات الخاصة بالشركة وواجبه في الإبلاغ عن أي ممارسات مخالفة للقانون وكذلك ورد ذلك في المادة ٣٧٨ من قانون العقوبات الفرنسي بتقريرها تلك الصورة من الإعفاء من المسئولية عن مراجع الحسابات " متى كان تنفيذاً لواجبات مهمته " ، وهذا الواجب ما حرص في التأكيد عليه المشرع المصري في المادة ٣١٠ من قانون العقوبات التي أعفت من المسئولية من يقوم بإفشاء المعلومات السرية استجابة لواجب قانوني بعد أن قررت المسئولية في مقدمتها على من يقوم بإفشاء تلك المعلومات للغير ، أنظر في ذلك : د.علي سيد قاسم ، مرجع سابق ، ص ١٧٧ .

وقد أكد المشرع الفرنسي الواجب القانوني السابق في الإبلاغ عن المعلومات التي تتضمن ممارسات غير مشروعة أيضاً في نص يتعلق بواجب مراجع الحسابات في إبلاغ النائب العام بما يطلع عليه أثناء تأديته مهام عمله من معلومات وبيانات تتضمن وقائع مخالفة للقانون تتعلق بالشركة التي يراجع حساباتها .[1]

كما تؤدي الجهات الحكومية والرقابية بما فيها وزارات التجارة والاقتصاد والهيئات المحلية المشرفة ، وكذلك الهيئات العامة للأوراق المالية وإدارات البورصات على أنشطة الجهات المصدرة - دوراً بارزاً في الإشراف والرقابة على التزام تلك المنشآت بتطبيق الواجبات المقررة عليها ، ومن بين تلك الواجبات التزامها بالإفصاح عن البيانات والمعلومات المتعلقة بأنشطتها ، وبالأوراق المالية التي تصدر عنها ، بما فيها النصوص التي تقرر الحماية لتلك الجهات بالاحتفاظ ببياناتها السرية .

وتمارس الهيئات العامة للأوراق المالية وإدارات البورصات دوراً رقابياً على جميع أعضاء البورصة بمن فيهم الجهات المدرجة ، وذلك من خلال المفتشين المعينين من قبلها ، وحقهم في دخول مكاتب الأعضاء وطلب أية بيانات تتعلق بأنشطتهم واستخراج أي مستند ذي صلة بالتفتيش وأخذ أي نسخ من تلك المستندات .[2]

إلا أن تلك الجهات ليست حرة في حظر المعلومات دون قيود أو ضوابط ، فهي محكومة ابتداءً بالتشريعات المنظمة لها ، وهي محكومة أيضاً بالرقابة التي تقررها الأجهزة الحكومية عليها وعلى أنشطتها .

---

(1) المادة ٢٣٣/ ٢ من قانون الشركات الفرنسي لسنة ١٩٦٦ ، وفي حال عدم قيام مراجع الحسابات بهذا الواجب في الإبلاغ فإنه يتعرض للحبس والغرامة أو بكليهما ، ولا يتقرر هذا الواجب في كل من القانون المصري والقانون الانجليزي ؛ أنظر في ذلك : د.علي سيد قاسم ، مرجع سابق ، ص ١٨٢- ١٨٥ .

(2) انظر المادة ١٣ من قرار هيئة الأوراق المالية والسلع في دولة الإمارات العربية المتحدة رقم ٢ لسنة ٢٠٠٠ بشأن النظام الخاص بعضوية السوق .

وإن هذه الرقابة لا تقف عند هذا الحد فإن للقضاء – أيضاً – دوراً في هذه المهمة من خلال فض المنازعات التي تنشأ بمناسبة تلك الحالات ، سواء أكان القضاء العادي في بعض الدول أم وفق نظام التحكيم المتخصص في دول أخرى .

رابعاً : حق الجهات الرقابية في الحصول على المعلومات الخاصة بالمتعاملين:

قد يتطلب الكشف عن بعض الممارسات غير المشروعة التي تحدث في بورصة الأوراق المالية أن تقوم الجهات الرقابية في البورصة وما يرتبط بها من جهات تحقيق بالكشف والاطلاع على بعض المعلومات السرية الخاصة بأطراف تلك المعاملات التي تتضمن ممارسات غير مشروعة ، إلا أن ذلك قد يصطدم ببعض المعوقات التي تقف حائلاً دون حصول الجهات الرقابية وجهات التحقيق على تلك المعلومات وخاصة منها المتعلقة بالبنوك .

وقد كان للمشرع الأمريكي موقف مميز في هذا الموضوع عندما مكّن لجنة الأوراق المالية والبورصة SEC (Securities Exchange Council) في الاطلاع على البيانات والوثائق الخاصة بالمتعاملين لدى البنوك دون إخطار سابق لهم فيما لو اقتنعت المحكمة الفيدرالية للمقاطعة خلال جلسة استماع من طرف واحد بالأسباب التي تدعو لهذا الاطلاع على تلك المعلومات ، وتلك الحالات هي :(١)

أ. إن التأخير في الحصول على المعلومات أو إخطار العميل قد يتسبب في هروبه من الملاحقة أو إخفاء الأدلة أو التلاعب بها أو إعاقة تعقب مصدر الأموال المتعلقة بمعاملات مشبوهة .

ب. إن لتلك المعلومات أهمية في تحديد أو تعقب أي معاملات مشبوهة .

ج. ارتباط الأفعال أو الممارسات التي يتم التحقيق فيها بالإفصاح عن معلومات

---

(1) د. محمد فاروق عبدالرسول ، مرجع سابق ، ص ٣٢٨- ٣٢٩ .

جوهرية كاذبة أو مضللة ، أو بسبب حصول خسائر للمتعاملين أو آخرين تتكفل قوانين الأوراق المالية بحمايتهم .

أما عن موقف المشرع الإماراتي من سلطة الجهات الرقابية الحق في الحصول على المعلومات الخاصة بالأشخاص الطبيعيين والاعتباريين ، فقد منح المشرع مجلس إدارة هيئة الأوراق المالية والسلع – ابتداءً – إلزام أي شخص طبيعي أو اعتباري له علاقة بأنشطة الأوراق المالية بتقديم أية بيانات لها علاقة بنشاطه ، وللمجلس أيضاً أن يقرر بإجراء أي تحقيق ضروري تطبيقاً لأحكام التشريعات المنظمة لسوق الإمارات للأوراق المالية [(١)] ، كما يحق للمجلس إجراء التفتيش على أعضاء السوق بشكل دوري أو بناءً على طلب ذي شأن ، وذلك للتأكد من مدى التقيد بتلك التشريعات ، ويقوم بالتفتيش المذكور بالتنسيق مع إدارة السوق .[(٢)]

الفرع الثاني

مدى الشفافية في المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية

سبق أن تم التوقف عند مصطلح "الشفافية" في بورصة الأوراق المالية ، وتبين أنها تتضمن تعهداً من الجهات المصدرة للأوراق المالية بتوفير المعلومات والبيانات الحقيقية عن أنشطتها ووضعها تحت تصرف المستفيدين منها ، وعدم الإدلاء بمعلومات كاذبة أو مضللة ، وعدم حجب المعلومات عن الجهات المستفيدة ،

---

(1) المادة ٣٣ من القانون الاتحادي رقم ٤ لسنة ٢٠٠٠ بشأن هيئة وسوق الإمارات للأوراق المالية والسلع ، والمادة ١٦ من قرار مجلس إدارة هيئة الأوراق المالية والسلع رقم ٣ لسنة ٢٠٠٠ بشأن النظام الخاص بالإفصاح والشفافية .

(2) المادة ٩ من القرار الصادر عن مجلس إدارة هيئة الأوراق المالية والسلع في دولة الإمارات العربية المتحدة رقم ٣ لسنة ٢٠٠٠ بشأن النظام الخاص بالإفصاح والشفافية ، أما المشرع المصري فقد منح أيضاً في قانون سوق رأس المال لموظفي الهيئة العامة الممنوحة لهم صفة الضبطية القضائية الحق في الاطلاع على البيانات والمستخرجات والحصول على صور المستندات التي يطلبونها الخاصة بالمنشأة الخاضعة للتفتيش لدى أي جهة توجد لديها تلك المستندات ، وعلى موظفي الجهات التي توجد لديها تلك المستندات تمكين موظفي الهيئة من ذلك ، ويكون تحت طائلة العقاب كل من يقف أمام التمكين من الاطلاع (انظر بهذا الشأن المادة ٤٩ والمادة ٦٥ من قانون سوق رأس المال المصري رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢) ، كما أعطى المشرع المصري أيضاً الحق لأشخاص آخرين كالمراقبين والمفتشين المعينين من قبل الأجهزة الحكومية المختصة كوزارة الاقتصاد وكذلك من قبل هيئة أسواق المال وإدارات البورصة في الاطلاع على مستندات ودفاتر الجهة المصدرة ، ويتعرض كل من يخالف ذلك للعقوبات التي فرضها القانون (المادة ١٦٣/ ٦ من قانون الشركات المصري رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١) .

عدا تلك التي يكون من شأنها المساس بمصالح الجهة المصدرة فيجوز الاحتفاظ بسريتها ، بالإضافة إلى حظر استغلال المعلومات الداخلية الخاصة بتلك الجهات لأغراض شخصية أو إفشائها للغير بأي شكل من الأشكال ، ومن هنا فإن الشفافية ملازمة للإفصاح وغير منبتة عنه ، فلا معنى للإفصاح دون شفافية ولا وجود للشفافية دون إفصاح عن المعلومات .

وتتضمن الشفافية في المعلومات المفصح عنها عدداً من المتطلبات التي لا يمكن الاستغناء عنها ، بل هي تعد أركان الشفافية ، وتعمل كافة التشريعات في التأكيد على عدم انتهاكها أو مخالفتها بأي حال من الأحوال ، ووضعت لذلك العقوبات الرادعة على قدم المساواة مع متطلبات الإفصاح عن المعلومات .

وابتداءً يجب أن تكون المعلومات المفصح عنها صحيحة بشكل كامل ، لا يخالطها أي صورة من صور التدليس أو الكذب ، بالإضافة إلى أن تلك المعلومات يجب أن تكون كاملة بجميع تفاصيلها ، إلا تلك المعلومات السرية التي يعطي المشرع الحق للجهات المصدرة بالاحتفاظ بها حفاظاً على مصالحها الأساسية وفق ضوابط معينة ، حيث يعد الامتناع عن الإفصاح عن المعلومات جريمة تعاقب عليها جميع التشريعات المنظمة للبورصات ، وهذا ما قرره المشرع الإماراتي بشكل واضح .[١]

وفي مصر أنشئت لجنة وزارية للشفافية برئاسة وزير العدل للوقوف على موضوع الشفافية ومتابعة الجهات الملزمة به سواء منها الحكومية وغير الحكومية بالإضافة إلى مراقبة التقيد بمتطلبات تطبيق هذا الواجب [٢] ، كما أوجب المشرع

(1) انظر المادة ٣٠ من قرار هيئة الأوراق المالية والسلع في دولة الإمارات العربية المتحدة رقم ٣ لسنة ٢٠٠٠ بشأن النظام الخاص بالإفصاح والشفافية التي قررت مسئولية أعضاء مجلس إدارة أي شركة مدرجة أو تتقدم للإدراج عن اكتمال وصحة كافة المعلومات المقدمة لكل من الهيئة والسوق ، كذلك المادة ٩ من قرار مجلس الوزراء الإماراتي رقم ١٢ لسنة ٢٠٠٠ بشأن النظام الخاص بإدراج الأوراق المالية والسلع والتي قررت مسئولية أعضاء مجلس إدارة الشركة المدرجة أو التي تتقدم للإدراج عن اكتمال وصحة كافة المعلومات المقدمة لكل من هيئة الأوراق المالية والسلع وكذلك السوق .

(2) وقد تم نشر قرار تشكيل اللجنة المذكورة في العدد الصادر عن جريدة الأهرام بتاريخ ٢٠٠٠/٢/٢٦ في الصفحة ١١ ، انظر في ذلك : د.صالح أحمد البربري ، الممارسات غير المشروعة في بورصة الأوراق المالية ، مرجع سابق ، ص ٨٩ .

المصري على الشركات المصدرة أن يتسم كل إعلان يصدر عنها بالأمانة والدقة ، وأن يتضمن جميع البيانات التي يلزم الإفصاح عنها ، أو التي تعدّ ضرورية ، وحظر على الشركات حجب أي حقائق أو معلومات جوهرية ، أو إحداث أي نوع من التضليل أو الالتباس لدى الجمهور ، وبأن لا يتضمن الإعلان أي تصريح مبالغ فيه أو ذي تأثير مضلل .[١]

وقد تنبه المشرعون في دول عديدة لأهمية الشفافية في المعلومات التي يجب على الجهات المصدرة وغيرها من الملزمين بالإفصاح والشفافية التقيد بها ، فوضعوا لذلك الأحكام المقررة للجزاءات تجاه الجهات الملزمة بالإفصاح والشفافية وتجاه كل من يثبت إخلاله بهذا المبدأ ، وسوف يتم تناول تلك الجزاءات في الفصل الثاني من هذا البحث من خلال تناول حالات الإخلال بمبدأ الإفصاح والشفافية في بورصة الأوراق المالية .

وعموماً فإن الشفافية المطلوبة في بورصة الأوراق المالية مضمونة في مجموعتين من الأنظمة القانونية ، تتمثل المجموعة الأولى بقوانين ولوائح وأنظمة البورصة ، بينما تتمثل المجموعة الثانية بما يسمى "حوكمة الشركات" Corporate Governance .[٢]

(1) المادة ٢٢١/ ١ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق راس المال المصري .

(2) الأستاذ وليد الحوطي ، الشفافية والإفصاح في تعاملات سوق الكويت للأوراق المالية ، ورقة عمل مقدمة ضمن أعمال مؤتمر أوضاع سوق الأوراق المالية في الكويت ، برعاية مكتب المقاطع وشركاهم للمحاماة والاستشارات القانونية ، الكويت ، ١٩ ديسمبر ٢٠٠٥ ، ص ١١١ ؛ يقصد بحوكمة الشركات وفقاً لما ورد في ضوابط حوكمة الشركات المساهمة العامة ومعايير الانضباط المؤسسي الصادرة وفقاً للقرار الصادر عن رئيس مجلس إدارة هيئة الأوراق المالية والسلع رقم ٣٢/ ر لسنة ٢٠٠٧ بأنها " مجموعة الضوابط والمعايير والإجراءات التي تحقق الانضباط المؤسسي في إدارة الشركة وفقاً للمعايير والأساليب العالمية ، وذلك من خلال تحديد مسئوليات وواجبات أعضاء مجلس الإدارة والإدارة التنفيذية للشركة ، مع الأخذ في الاعتبار حماية حقوق المساهمين وأصحاب المصالح " .

المبحث الثالث

النطاق الشخصي للإفصاح والشفافية

تمهيـــد وتقسيـــم :

بعد أن تم الانتهاء في المبحث الثاني من تحديد النطاق الموضوعي لمبـدأ الإفصاح والشفافية في المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية المتداولة في البورصة ، والذي يعد المادة التي يقوم عليها واجب الإفصاح ، سوف يتم التطـرق فـي هـذا المبحث إلى النطاق الشخصي لمبدأ الإفصاح والشفافية ، وذلـك ببيـان الأطـراف الملزمة بالإفصاح وتقديم المعلومات وشفافيتها ، بالإضافة إلى بيـان دور الجهـات الرقابية في تطبيق هذا المبدأ .

لذلك سوف يتم تناول موضوعات هذا المبحث من خلال المطلبين التاليين:

المطلب الأول : الأطراف الملزمة بالإفصاح والشفافية .

المطلب الثاني : دور الأجهزة الرقابية في تطبيق مبدأ الإفصاح والشفافية .

المطلب الأول

الأطراف الملزمة بالإفصاح والشفافية

تمهيـــد وتقسيـــم :

تتعدد الجهات الملزمة بالإفصاح والشفافية في بورصة الأوراق الماليـة ، حيث توجد الجهات المصدرة من شركات مساهمة وشـركات توصـية بالأسـهم ، وجهات حكومية مركزية وهيئات محلية ، بالإضافة إلى مراجعي حسابات الجهـات المصدرة .

كما تعد من الأطراف الملزمة بالإفصاح والشفافية الهيئات العامة للأوراق المالية وإدارات البورصات ، ذلك أن هذه الجهات تلتزم تجاه الجمهور وجهات أخرى بالإفصاح عن المعلومات والبيانات التي ترد إليها من قبل الجهات الأخرى الملزمة بالإفصاح ، بالإضافة إلى متطلبات الإفصاح المقررة بموجب التشريعات المنظمة لبورصات الأوراق المالية .

كما يجب على شركات الوساطة المالية العاملة في البورصة ، بالإضافة إلى بعض الأشخاص الذين تنطبق عليهم شروط وواجبات معينة نظراً لتميزهم عن نظرائهم في حالات خاصة الإفصاح عن المعلومات التي تتوافر لديهم ، كإفصاح أعضاء مجالس إدارات الجهات المدرجة والمديرين فيها وموظفيها عن مقدار مساهماتهم هم وأزواجهم وأبنائهم القصر في رأس مال الجهة المدرجة في البورصة ، وفيما إذا وصلت مساهمتهم نسبة معينة ، وكذلك حالات تجاوز نصاب ملكية الأوراق المالية حداً معيناً ، بالإضافة إلى التزام أعضاء مجالس إدارات الهيئات العامة للأوراق المالية ومجالس إدارات البورصات بالإفصاح عن مقدار الأوراق المالية التي يملكونها هم وأزواجهم وأبناؤهم القصر .

لذلك سيتم تناول هذا الموضوع حسب التفصيل التالي :

الفرع الأول : الجهات المصدرة للأوراق المالية ومراجعو حساباتها .

الفرع الثاني : الهيئات العامة وإدارات بورصات الأوراق المالية .

الفرع الثالث : شركات الوساطة المالية .

الفرع الرابع : المتعاملون بالأوراق المالية .

الفرع الأول

الجهات المصدرة للأوراق المالية ومراجعو حساباتها

الأصل أن تلتزم الجهات المصدرة للأوراق المالية ومراجعو حساباتها بتقديم المعلومات والبيانات قبل وأثناء وبعد إدراج أوراقها المالية في البورصة . وتتمثل الجهات المصدرة للأوراق المالية في شركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم وما يتبعها من إدارات ولجان من جهة ، ومراجعي حسابات الشركة من جهة ثانية ، بالإضافة إلى الجهات الحكومية المرخص لها بموجب القانون الوطني للدولة بإصدار أوراق مالية لها خصوصية معينة تؤهلها للإدراج في البورصة ، ومن ثم تداولها بين الأفراد ، كالسندات الحكومية باختلاف صورها .

ويوجد من بين التشريعات من يحيل موضوع الإفصاح عن المعلومات إلى جهات أخرى ، منها حكومية وأخرى هيئات أو شركات تعنى بموضوع الإفصاح من بين مهامها ، كما فعل المشرع المصري عندما أحال موضوع الإفصاح إلى شركة الإيداع والقيد المركزي لتتولاه نيابة عن الجهات المصدرة وخاصة الشركات المساهمة نظراً للخشية من عدم التزام تلك الجهات بواجب الإفصاح [1] ، وبالإضافة إلى تلك الجهات فإن شركات الوساطة المالية ملزمة بالإفصاح تجاه الهيئات العامة للأوراق المالية وإدارات البورصات عن معلومات معينة تتعلق بأنشطتها وبما يتوفر لديها من معلومات وممارسات معينة ، وكذلك تجاه عملائها عن إبداء النصيحة لهم في التعاملات التي يرغبون في التدخل فيها .

وقد آثرنا أن نقسم هذا الفرع إلى فقرتين ، نتناول في الفقرة الأولى بيان الجهات المصدرة للأوراق المالية ، ثم نتناول في الفقرة الثانية بيان مراجع الحسابات المفوض من قبل الجمعية العمومية للقيام بمهمة مراجعة وتدقيق حسابات الشركة .

---

(1) المادة ٣ / ٣ من قانون الإيداع والقيد المركزي للأوراق المالية المصري رقم ٩٣ لسنة ٢٠٠٠ ، والمادة ٣٠ من اللائحة التنفيذية للقانون المذكور ، كما وتكون الجهات المصدرة وفقاً للمادة ٧ / ٢ من اللائحة التنفيذية للقانون نفسه مسئولة عن صحة البيانات والتقارير والقوائم المسلمة منها لشركة الإيداع والقيد المركزي .

أولاً : الجهات المصدرة للأوراق المالية :

يقصد بالجهات المصدرة : الأشخاص الاعتبارية التي تصدر أوراقاً مالية أو تعلن عن الرغبة في إصدارها .[1]

وتتمثل الجهات المصدرة بشكل خاص بشركات المساهمة العامة وشركات التوصية بالأسهم بإصدارها أوراقاً مالية تطرح على الجمهور للاكتتاب العام ، وتكون قابلة للتداول في بورصات الأوراق المالية بعد إدراجها فيها ، وتشترك شركة التوصية بالأسهم مع شركة المساهمة العامة في إمكانية إصدار عدد من الأسهم مقابل نسبة معينة من رأسمالها يطرح للاكتتاب العام على الجمهور ، وتشترك هاتان الشركتان بعدد من المميزات والخصائص والشروط التي قررها القانون ، مع اختلافهما في بعض المسائل التي تمتاز به شركة التوصية بالأسهم عن شركة المساهمة العامة .[2]

١. مضمون التزام الجهات المصدرة بالإفصاح عن المعلومات :

يعد مجلس الإدارة الجهة الأولى المسئولة في الإفصاح عن المعلومات والبيانات المالية للجهة المصدرة التي يمثلها ، أما الجهة التي تراقب أعمال مجلس الإدارة فهي الجمعية العمومية المكونة من جميع المساهمين ، وذلك من خلال عدد من الحقوق التي منحها القانون للجمعية العمومية ، ولكل مساهم في المنشأة .

---

(1) هيئة الأوراق المالية الأردنية ، الدليل الإرشادي ، ص ٣٢ ؛ انظر التعريف الوارد في قانون الأوراق المالية الأردني لسنة ٢٠٠٢ في المادة ٢ من القانون ضمن التعريفات للمصطلحات الواردة في القانون ، والمادة ٢ من تعليمات إفصاح الشركات المصدرة والمعايير المحاسبية ومعايير التدقيق لسنة ٢٠٠٤ (الأردن) .

(2) يقصد بشركة المساهمة العامة وفقاً للتشريعات التي تعرضت لتعريفها بأنها " كل شركة يكون رأسمالها مقسماً إلى أسهم متساوية القيمة قابلة للتداول ولا يسأل الشريك فيها إلا بقدر حصته في رأس المال ، ويكون لها اسم مشتق من غرضها وليس من اسم أحد الشركاء فيها إلا إذا كان غرضها استثمار براءة اختراع مسجلاً باسم شخص أو تملكت متجراً باسم شخص واتخذت اسمه اسماً لها " المادة ٦٤ من قانون الشركات التجارية الاتحادي لدولة الإمارات العربية المتحدة رقم ٨ لسنة ١٩٨٤ ، وانظر في نفس المعنى المادة ٢ من قانون الشركات المصري رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١ ، والمادة ٩٠/ أ ، والمادة ٩١ من قانون الشركات الأردني رقم ٢٢ لسنة ١٩٩٧ المعدل والمادة ٦٣ من قانون الشركات الكويتي رقم ١٥ لسنة ١٩٦٠ المعدل ، أما شركة التوصية بالأسهم كما بينتها المادة ١٥٦ من قانون الشركات الاتحادي لدولة الإمارات العربية المتحدة رقم ٨ لسنة ١٩٨٤ والمادة ٣ من قانون الشركات المصري رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١ فهي الشركة التي يتكون رأسمالها من قسمين يمتلك القسم الأول من رأس المال شركاء متضامنون مسؤولون في جميع أموالهم عن التزامات الشركة ، بينما يمتلك القسم الآخر شركاء مساهمون لا يسألون عن التزامات الشركة إلا بقدر حصصهم في رأس المال كما في حالة الشركاء في شركة المساهمة ، ووفقاً للمادة ٢٥٨ من قانون الشركات التجارية الاتحادي رقم ٨ لسنة ١٩٨٤ يقسم رأس مال الشركة إلى أسهم متساوية القيمة ، وقابلة للتداول بالنسبة للأسهم المخصصة للتداول .

وعن الواجبات التي يتحملها مجلس إدارة الشركة مجتمعاً ورئيسه وباقي أعضائه كل على حدة ما قرره المشرعيَن المصري والأردني من الواجبات التي يبغي من إقرارها حماية مصلحة المنشأة ومجموع المساهمين فيها من ناحية ، ولإضفاء الشفافية ودرء الشبهات عن رئيس وأعضاء مجلس الإدارة من ناحية ثانية [١] ، بالإضافة إلى تفادي الشائعات ومظاهر الإخلال بتشريعات البورصة ، حيث تتركز تلك الواجبات في المسائل التالية :

أ. يلتزم رئيس وأعضاء مجلس الإدارة والمدير بأن يبلغوا المجلس عن أية مصلحة تكون لهم إذا كانت تتعارض مع مصلحة المنشأة في عملية تعرض على المجلس لإقرارها ، وأن يتم إثبات العضو المعني بهذه المصلحة بإقراره بها في محضر جلسة اجتماع مجلس الإدارة ، ولا يكون للعضو المذكور الاشتراك في عملية التصويت على القرار بشأن هذه المصلحة ، كما يكون مجلس الإدارة ملزماً بإبلاغ أول جمعية عمومية بهذه المصالح قبل إجراء التصويت عليها .[2]

ب. كما يلتزم مجلس الإدارة برئيسه وأعضائه بإعداد ميزانية المنشأة وحساب الأرباح والخسائر وبيان التدفقات النقدية مصدقة من مراجع الحسابات ، بالإضافة إلى التقرير السنوي الذي يتضمن نشاط المنشأة خلال السنة المالية ، وعن مركزها المالي خلال السنة الفائتة والتوقعات للسنة القادمة [٣] ، وعلى مجلس الإدارة أن يبادر بنشر الميزانية السنوية للسنة المالية المنقضية ، وقائمة بأسماء أعضاء مجلس الإدارة وأسماء مراجعي الحسابات [٤] ، ويلزم المشرع مجلس الإدارة استكمالاً لواجبه في إعداد هذه المستندات ، أن يقوم بنشرها – إضافة إلى تقرير مراجع الحسابات – [٥] قبل مدة كافية من اجتماع

(1) د.محمد فريد العريني ، مرجع سابق ، ص ١٧٣ .
(2) المرجع السابق ، ص ١٧٤ ، وانظر في ذلك المادة ٩٧ من قانون الشركات المصري رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١ .
(3) انظر المواد ٦٤، ٦٥ وبدلالة المادة ٥٦ / ٢ من قانون الشركات المصري رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١ ، والمادة ١٤٠ من قانون الشركات الأردني رقم ٢٢ لسنة ١٩٩٧ ؛ د.سميحة القليوبي ، مرجع سابق ، ص ٤٦٢ ؛ د أكرم ياملكي ، القانون التجاري (الشركات) ، مرجع سابق ، ص ٢٨٩ .
(4) المادة ٩٣ من قانون الشركات التجارية الكويتي رقم ١٥ لسنة ١٩٦٠ .
(5) د.سميحة القليوبي ، مرجع سابق ، ص ٤٦٢ ؛ د. أكرم ياملكي ، القانون التجاري (الشركات) ، مرجع سابق ، ص٢٨٩ .

الجمعية العمومية ، وقد حددتها بعض التشريعات بما لا يزيد عن ثلاثين يوماً من تاريخ انعقاد الجمعية العمومية .[1]

ج. كما يلتزم مجلس الإدارة وفقاً لقانون الشركات الأردني رقم ٢٢ لسنة ١٩٩٧ بإعداد تقارير نصف سنوية تتضمن المركز المالي للمنشأة ونتائج أعمالها وحساب الأرباح والخسائر وقائمة التدفقات النقدية والإيضاحات المتعلقة بالبيانات المالية مصادق عليها من قبل مراجع الحسابات .[2]

خ. كما نص المشرع الأردني على حكم خاص ، فيما لو تعرضت الشركة لأوضاع مالية أو إدارية سيئة أو لخسائر جسيمة لها تأثير في حقوق المساهمين أو حقوق دائنيها ، أن يقوم رئيس مجلس إدارة تلك المنشأة أو أحد أعضائه أو مديرها العام أو مراجع حساباتها بتبليغ مراقب الشركات بذلك .[٣]

هـ. ومن الواجبات التي قررها المشرع الإماراتي على الشركة هو موافاة كل من هيئة الأوراق المالية والسلع وإدارة السوق بعدد الأسهم التي يملكها أعضاء مجلس الإدارة ، وذلك خلال خمسة عشر يوماً من تاريخ توليهم تلك العضوية ، وفي نهاية كل سنة مالية ، وعن جميع عمليات التداول التي يقوم بها أعضاء مجلس الإدارة وإدارتها التنفيذية .[4]

و. كما حظر المشرع الإماراتي على رئيس وأعضاء مجلس إدارة الشركة أو مديرها العام أو أي من موظفيها القيام بأي تعامل في الأوراق المالية المدرجة بنفسه أو بوساطة غيره ، إلا بعد الإفصاح عن طريق إدارة السوق عن عملية الشراء أو البيع وأسعارها ، وحصول الموافقة على تلك العملية من قبل مدير السوق .[5]

---

(1) المادة ١٤١ من قانون الشركات الأردني رقم ٢٢ لسنة ١٩٩٧ .

(2) المادة ١٤٢ من قانون الشركات الأردني رقم ٢٢ لسنة ١٩٩٧ .

(3) المادة ١٦٨/ أ من قانون الشركات الأردني رقم ٢٢ لسنة ١٩٩٧ .

(4) المادة ٣٦ / ٣ من قرار هيئة الأوراق المالية والسلع في دولة الإمارات العربية المتحدة رقم ٣ لسنة ٢٠٠٠ بشأن النظام الخاص بالإفصاح والشفافية .

(5) ورد ذلك في المادة ١٧ من قرار مجلس الوزراء في دولة الإمارات العربية المتحدة رقم ١٢ لسنة ٢٠٠٠ بشأن النظام الخاص بإدراج الأوراق المالية والسلع .

ز. وتوجب بعض القوانين المقارنة على إدارات الشركات المدرجة إخطار جميع المساهمين والهيئة العامة لسوق المال بأسماء المرشحين للعمل كمراجعي حسابات قبل انعقاد الجمعية العمومية العادية ، ومن تلك القوانين التي نصت على هذا الواجب القانون الفرنسي .(١)

ومن مظاهر الرقابة المقررة في القانون المصري في حال قيام خطر حال يهدد السوق باتخاذ بعض التدابير ، ومنها : دعوة مجلس إدارة الشركة للانعقاد ، ومناقشة المخالفات المنسوبة إلى الشركة ومعالجتها ، ويكون الاجتماع بحضور عضو أو أكثر من الهيئة العامة لسوق المال ، ومن تلك التدابير لمعالجة الحالة أيضاً : قيام هيئة سوق المال بتعيين عضو مراقب من طرفها في مجلس إدارة الشركة ، والمشاركة في مناقشات المجلس ، وتسجيل رأيه في القرارات المتخذة فيه .(٢)

وقد نصت بعض القوانين المقارنة على هذا الواجب في الإفصاح على مجالس إدارة شركات المساهمة بأن تقوم بإعداد تلك التقارير والمستندات والإفصاح عنها ونشرها بوسائل الإعلام وإيصالها إلى علم المساهمين الحاليين والمحتملين ، إضافة إلى ما نصت عليه القوانين ذات الصلة ببورصات الأوراق المالية وما يتداول فيها من أوراق وأدوات مالية .

وبالإضافة إلى ما تقدم فإن الشركات المدرجة في البورصات المصرية والأخرى التي تتقدم بطلب الإدراج ملزمة قانوناً وفقاً للقرار الصادر عن هيئة سوق المال المصرية بتخصيص موظف مهمته الرد على اتصالات المساهمين بشكل يحقق الإفصاح عن المعلومات وشفافيتها .(٣)

---

(1) وقد تقرر ذلك الواجب في قانون الشركات الفرنسي لسنة ١٩٦٦ والمراسيم برقم ٢٣٦ و ٢٣٧ لسنة ١٩٦٧ والمادة ٦٤ من المرسوم لسنة ١٩٦٩ ، د.علي سيد قاسم ، مراقب الحسابات ، مرجع سابق ، ص ٨٥ .

(2) المادة ٣١ من قانون سوق رأس المال المصري رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ .

(3) د.صالح البربري ، الممارسات غير المشروعة في بورصة الأوراق المالية ، مرجع سابق ، ص ٨٤ .

أما المشرع الإماراتي فإنه لم يتطرق صراحةً في القانون الاتحادي رقم ٨ لسنة ١٩٨٤ بشأن الشركات التجارية إلى واجبات مجلس إدارة شركة المساهمة وخاصة منها المتعلقة بالإفصاح عن التقارير المالية وباقي المستندات المتعلقة بالمركز المالي للشركة ، عدا ما ورد في المادة ١٠٩ منه المتعلقة بالواجب المترتب على كل عضو في مجلس الإدارة بالإبلاغ عن أي مصلحة تكون له تتعارض مع مصلحة الشركة لغرض إقرارها من قبل المجلس ، بعكس ما هو عليه الحال في باقي التشريعات الأخرى ومنها العربية ، وخاصة قانون الشركات الأردني الذي نص على واجبات مجلس إدارة الشركة وأعضائه في المواد من ١٤٠- ١٤٥ والمادة ١٦٨ .

ونوصي في هذا الشأن أن يراعي المشرع الإماراتي ما ورد من أحكام في القوانين المقارنة بشأن الواجبات التي يجب على مجلس إدارة الجهة المصدرة بمن فيهم رئيسه وأعضاؤه التقيد بها وتنفيذها على أكمل وجه ، وذلك بإجراء التعديل على نصوص القانون الاتحادي رقم ٨ لسنة ١٩٨٤ بشأن الشركات التجارية .

ونلمس حالياً توجهاً للمشرع الإماراتي بهذا الصدد ، ويتحقق ذلك جلياً في إصدار المشرع الضوابط المقررة بشأن حوكمة الشركات المساهمة العامة ، وخاصةً فيما أوجبه في شأن الرقابة الداخلية بأن أوجب على الشركة أن يكون لديها نظام محكم للرقابة الداخلية ، وعلى مجلس إدارة الشركة إجراء مراجعة سنوية لضمان فاعلية هذه الرقابة بما يضمن تنفيذ واجبات الشركة المتعلقة بإعداد التقارير المالية والتقيد بقواعد الإدراج والإفصاح ، وأن يلتزم مجلس الإدارة بالإفصاح في التقرير الصادر عنه بشأن حوكمة الشركة عن مدى تقيدها بنظام الرقابة الداخلية أثناء مدة التقرير ، وعليه أيضاً التأكد من أن الشركة تقدم من خلال الإفصاح معلومات مفيدة للمستثمرين وذات كفاءة وجودة عالية بالشكل الذي لا يؤدي إلى تضليل المستثمرين ، وفيها التزام كامل بمبدأ الإفصاح والشفافية .[1]

---

(1) المادة ٨ من قرار رئيس مجلس إدارة هيئة الأوراق المالية والسلع في دولة الإمارات العربية المتحدة رقم ٣٢/ ر لسنة ٢٠٠٧ بشأن ضوابط حوكمة الشركات المساهمة العامة ومعايير الانضباط المؤسسي .

٢. الحالات التي تصبح فيها الجهة المصدرة ملزمة بالإفصاح :

حددت بعض القوانين المقارنة الحالات التي تصبح فيها الجهة المصدرة ملزمة بالإفصاح عن المعلومات ، ومن تلك القوانين على سبيل المثال قانون بورصة الأوراق المالية الأمريكي لسنة ١٩٣٤ والذي ورد فيه تعداد لتلك الحالات وهي :(١)

أ- عندما يكون للشركة أوراقٌ مالية مدرجة في البورصة ويتم تداولها فيها .

ب- عندما يمتلك الأسهم العادية للشركة خمسة آلاف مساهم فأكثر .

ت- عندما تتجاوز أصول الشركة مبلغ خمسة ملايين دولار .

ث- عندما تصدر الشركة أوراقاً مالية جديدة ، وتطرحها للاكتتاب العام .

أما في القوانين العربية ومنها القانون الإماراتي ، فقد لاحظنا في المبحث السابق (الثاني) متى تكون الجهات المصدرة بما فيها شركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم ملزمة بالإفصاح ، وما هي الوسائل التي يتم من خلالها الإفصاح عن المعلومات والبيانات المالية .

٣. القيود الواردة على وفاء الجهة المصدرة لواجبها في الإفصاح :

يرد على وفاء الجهة المصدرة لواجبها في الإفصاح عن المعلومات في البورصة عدد من القيود التي تحدد لها طريقة تنفيذها لهذا الواجب ، وتتعدد تلك القيود ، فمنها ما يتعلق بعنصر الزمن بغض النظر عما إذا كان الإفصاح قبل الإدراج أم بعده أو أن يكون إفصاحاً دورياً أم فورياً ، حيث يجب أن تصل المعلومة إلى المستفيد منها بشكل يسمح له من الاستفادة منها وبعكس ذلك لا تتحقق

---

(1) د.محمد فاروق عبدالرسول ، الحماية الجنائية لبورصة الأوراق المالية ، دار الجامعة الجديدة ، ط ١ ، الإسكندرية ، مصر ، ٢٠٠٧ ، ص١٦٥- ١٦٦ ، انظر في ذلك أيضاً المادة ١٢ من قانون بورصة الأوراق المالية الأمريكي لسنة ١٩٣٤ .

الغاية من الإفصاح ، ومن القيود المفروضة على مبدأ الإفصاح ما يتعلق بنوعية المعلومات المفصح عنها وكميتها ومدى تأثيرها في أسعار الأوراق المالية المدرجة في البورصة ، بالإضافة إلى ذلك وجوب تحري العدالة والمساواة في توزيع المعلومات على الأطراف المستفيدة منها وعدم استئثار البعض للمعلومات وحرمان الآخرين .

ثانياً : مراجع الحسابات :

يجب أن يكون لكل جهة مصدرة - بما في ذلك شركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم - مراجع حسابات أو أكثر ، ترجع مهمة تعيينهم وتحديد أتعابهم للجمعية العمومية ، وتكون فترة التعيين لمدة سنة واحدة قابلة للتجديد [1] ، إلا أن مسألة تعيين أول مراجع حسابات للشركة يكون من قبل المؤسسين إلى حين انعقاد أول اجتماع للجمعية العمومية .[2]

وتؤدي مهنة مراجعة الحسابات دوراً مهماً كونها تهدف إلى توصيل النتائج والحقائق التي توصل إليها مراجع الحسابات وأثبتها في التقرير الصادر عنه إلى أطراف متعددة ومنها مجلس إدارة المنشأة التي تم مراجعة حساباتها والمديرين لديها والجمعية العمومية للمساهمين وجهات أخرى كالمستثمرين وجهات حكومية

---

(1) أشارت إلى ذلك المادة ١٤٤ من قانون الشركات التجارية الاتحادي لدولة الإمارات العربية المتحدة رقم ٨ لسنة ١٩٨٤ وغيره من قوانين الشركات في الدول الأخرى ، ومنها قانون الشركات المصري رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١ في المادة ١٠٣ منه ، بالإضافة إلى قانون الشركات التجارية الكويتي رقم ١٥ لسنة ١٩٦٠ والتي أوجبت فيه المادة ١٦١/ ٢ على كل شركة مسجلة في البورصة أن تعين ما لا يقل عن مراجعين اثنين ؛ كما أوكل المشرع الفرنسي صلاحية تعيين مراجع الحسابات إلى الجمعية العمومية وإلى ذلك نصت المادة ٢٢٣ من قانون الشركات الفرنسي لسنة ١٩٦٦ ، كما ذهب بنفس الاتجاه المشرع الانجليزي في المادة ١٨٤ من قانون الشركات لسنة ١٩٨٥ ، د.علي سيد قاسم ، مرجع سابق ، ص ٧٢ .

(2) المادة ٤٤ من قانون الشركات التجارية الاتحادي لدولة الإمارات العربية المتحدة رقم ٨ لسنة ١٩٨٤ ، والمادة ١٩٢/ أ من قانون الشركات الأردني رقم ٢٢ لسنة ١٩٩٧ ، وغيرها من قوانين الشركات في الدول الأخرى ، ومنها قانون الشركات في المملكة المتحدة لسنة ١٩٨٥ في المادة ٣٨٤.، انظر د.عبدالحكم محمد عثمان ، الشركات التجارية في دولة الإمارات العربية المتحدة ، مرجع سابق ، ص٤٠٩- ٤١٠ ؛
؛ Oliver. M. A. , Company Law , 10th Edition , 1987 , London , UK, Page No. 314
وقد نص أيضاً المشرع الفرنسي على حق الجمعية التأسيسية لشركة المساهمة في تعيين مراجع الحسابات وفقاً لشروط حددتها المادة ٧٩ من قانون الشركات الفرنسي رقم ٥٣٧ لسنة ١٩٦٦ ، د.علي سيد قاسم ، مرجع سابق ، ص ٧٤ .

ورقابية ، الأمر الذي يكون له أكبر الأثر في اعتماد تلك الأطراف عليه ويعتبر دليلاً أساسياً لمساعدتها عند اتخاذها قراراً معيناً ، سواء أكان هذا الموقف استثمارياً أم غير ذلك ، فهو المرجع الموثوق فيه لبيان الأداء المالي للمنشأة وكمصدر للمعلومات اللازمة لتلك الأطراف ، ويُعد التقرير في الوقت نفسه وسيلة يعبر من خلالها المراجع عن رأيه المهني حيال القوائم المالية للمنشأة متبعاً في ذلك المعايير المحاسبية الخاصة المعترف بها دولياً ، بالشكل الذي يظهر بعدل ووضوح المركز المالي للمنشأة ، ونتائج أنشطتها ، ومصادر التمويل لديها ، واستخدامات تلك الأموال ، ومدى تقيدها بمتطلبات قانون الشركات والتشريعات الأخرى ذات الصلة ونظامها الأساسي .[1]

ويتضمن التقرير الصادر عن مراجع الحسابات الرأي الفني المحايد لحسابات الشركة مبيناً مدى تمثيل القوائم المالية والإيضاحات المرفقة بها للمركز المالي للشركة ، ولنتائج أعمالها ، وفيما إذا كانت تلك التقارير ملتزمة بالمبادئ المحاسبية الدولية من عدمه [2] ، حيث تنحصر مسؤولية مراجع الحسابات في إبداء الرأي بشأن البيانات المالية المعدة من قبل مجلس الإدارة ، ويتشكل هذا الرأي بناءً على نتائج التدقيق التي يقوم بها المراجع .[3]

وهناك من الباحثين من يرى أن مهمة المراجعة التي يقوم بها مراجع الحسابات لها دور كبير في تقليل المخاطر التي مرجعها المعلومات الصادرة عن الجهات التي صرح لها القانون إصدار أوراق مالية في احتمال أن يتخلل تلك المعلومات الخطأ أو التضليل ، وبالتالي فبعمل مراجع الحسابات وما يتوفر لديه من إمكانيات وخبرات ووقت في مراجعة العديد من حسابات المنشآت يكون بالإمكان

---

(1) د. زينب أحمد عزيز حسين ، دور مراقب الحسابات في الإفصاح عن اختلال الهياكل التمويلية للمنشآت الصناعية ، رسالة دكتوراه ، قسم المحاسبة ، كلية التجارة ، جامعة الزقازيق – فرع بنها ، مصر ، ١٩٩٧ ، ص ١٤٣-١٤٤.

(2) علي العبد خليل سعادة ، الإفصاح في التقارير المالية للشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية في ظل معيار المحاسبة الدولي رقم ٥ ، رسالة ماجستير في المحاسبة ، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية ، جامعة آل البيت ، عمّان ، الأردن ، ٢٠٠٠ ، ص ٤٨.

(3) د. صفوت عبدالسلام ، الشفافية والإفصاح والأثر على كفاءة سوق رأس المال ، مرجع سابق ، ص ٩ .

اكتشاف حالات الخطأ والكذب الذي تعتري تلك الحسابات والقوائم المالية التي تصدرها إدارات تلك الجهات ، الأمر الذي يساعد جهات عديدة في اتخاذ الموقف الصائب من تلك الجهات ، فالمستثمرون يعتمدون على تقرير مراجع الحسابات في بيان مصداقية القوائم المالية عند اتخاذهم قرارات الشراء أو البيع للأوراق المالية ، كما تعتمد الجهات الحكومية في التحليلات الاقتصادية وسن التشريعات الضريبية وغيرها من التشريعات الاقتصادية ، وبالتالي فإن مهمة المراجعة المالية تكون كبيرة إزاء مهمتها في بيان صحة البيانات الواردة في التقارير المالية ، ومن ثم التصديق عليها لتكون جاهزة لاستخدام الجهات المستخدمة لها .(١)

وللأهمية الكبيرة التي تضطلع بها مهنة مراجعة الحسابات وللتقارير المالية التي تتمخض عنها فقد أولاها المشرع في كافة الدول اهتماماً كبيراً حيث اهتمت بتلك التقارير وبينت مشتملاتها والمعايير الخاصة بإعدادها ، والاهتمام نفسه كان واضحاً من قبل المراكز والمعاهد المهنية الدولية التي وضعت لتقارير المراجعة المالية المعايير والشروط المناسبة بالشكل الذي تكون فيه مفهومة من قبل المستخدمين لها وبما يحقق الاستفادة الحقيقية من البيانات والمعلومات التي تتضمنها .(٢)

وتتعدد أنواع تقارير المراجعة المالية وفقاً لمعايير معينة ، فمن حيث الحجم والغرض الذي أُعد من أجله تنقسم التقارير إلى تقارير مختصرة تحتوي على مجموعة من البيانات الهامة والمفيدة لمستخدميها ، وإلى تقارير مطولة والتي تتضمن ملاحظات وتحفظات وتوصيات مراجع الحسابات بشأن العناصر التي خضعت للتدقيق والمراجعة ، وإلى تقارير خاصة والتي تُعد لأغراض خاصة محددة كالتقرير عن نشرة الاكتتاب في أسهم المنشأة ، ومن حيث النتائج التي توصلت إليها التقارير إلى تقارير نظيفة وهي التي لا تتضمن أي تحفظات أو

---

(1) د.طارق عبدالعال حماد ، تحليل القوائم المالية لأغراض الاستثمار ومنح الائتمان ، مرجع سابق ، ص ٤١- ٤٢ .

(2) د. زينب احمد عزيز حسين ، مرجع سابق ، ص ١٤٤ .

ملاحظات من قبل المراجع على القوائم المالية التي قام بمراجعتها ، وإلى تقارير مقيدة أو متحفظة وهي التي تتضمن تحفظاً معيناً من قبل المراجع ، وإلى تقارير سلبية أو عكسية وهي التي يبين فيها مراجع الحسابات أن القوائم المالية مضللة بشكل لا تعبر بصدق وعدالة عن المركز المالي للمنشأة ، وإلى تقارير خالية من إبداء مراجع الحسابات الرأي في القوائم المالية ، كما تنقسم التقارير - من حيث المهام الموكلة إلى المراجع من قبل المنشأة - إلى تقارير خاصة حيث ترتبط بمهام خاصة محددة كالتقارير الخاصة بفحص عمليات المخازن ، وإلى تقارير عامة منشورة وهي التي يعدها المراجع تطبيقاً لأحكام التشريعات المنظمة للشركات كتقرير نشرة الاكتتاب في الأوراق المالية الصادرة عن منشآت الأعمال وتقارير نشرة زيادة رأس المال وتقارير القوائم المالية المنشورة أو تقارير الميزانية .(١)

ويجب على مراجع الحسابات القيام بعدد من الواجبات ، والالتزام بما نصت عليه قوانين الشركات والقوانين الخاصة سواء المنظمة لبورصة الأوراق المالية وتلك المنظمة لمهنة مراجعة الحسابات وكذلك المعايير الدولية والوطنية المنظمة لمهنة المراجعة ، وسوف يتم تناول بعض تلك الواجبات والمسؤوليات فيما يتعلق منها بموضوع البحث في الإفصاح والشفافية في المعلومات والبيانات المتعلقة بالأوراق المالية والجهات المصدرة لها ، سواء أكانت شركات مساهمة أم شركات توصية بالأسهم أم غيرها .

ومن تلك الواجبات ، أن يقوم مراجع الحسابات بعد تدقيق حسابات الشركة وفحص الميزانية وحساب الأرباح والخسائر وملاحظة تطبيق القانون ونظام الشركة ، بتقديم تقرير بنتيجة هذا الفحص إلى الجمعية العمومية وإرسال صورة منه إلى الجهات المختصة في الدولة .(٢)

---

(1) المرجع السابق ، ص ١٤٤- ١٤٦ .

(2) المادة ١٤٦ من قانون الشركات التجارية الاتحادي لدولة الإمارات العربية المتحدة رقم ٨ لسنة ١٩٨٤ المعدلة بموجب أحكام القانون الاتحادي رقم ١٣ لسنة ١٩٨٨ .

كما يتعين على مراجع الحسابات أن لا يفشي أسرار الشركة التـي اطلـع عليها أثناء أدائه مهمته سواء على المساهمين أم غيرهم ، وإلا وقع تحـت طائلـة العزل والمطالبـة بالتعويض .[١]

ويُلزم المشرع المصري مراجع الحسابات بإخطار كل مـن مجلـس إدارة الشركة أو الشريك أو الشركاء المديرين أو مجلس المراقبة – حسب الأحوال – بما يتضح له أثناء أدائـه مهامه خلال السنة الماليـة من معلومـات وبيانـات والتـي تتمثل فـي :[٢]

أ) فحص المستندات وموجودات الشركة والتزاماتها والنظام المحاسبي لها .

ب) التعديلات التي يقترحها في المستندات التي تقدم إليـه مـن مجلـس الإدارة لمراجعتها مع بيان أسباب تلك التعديلات .

ج) بيان بما تم اكتشافه من مخالفات في أنظمة الشركة أو إداراتها .

د) نتائج الملاحظات والتعديلات المقترحة مع المقارنة بميزانية وحسابات الـسنة السابقة .

ووفقاً لقانون الشركات الاتحادي لدولة الإمارات العربية المتحدة رقم ٨ لسنة ١٩٨٤ فإن على مراجع الحسابات أن يعرض التقرير الصادر عنه علـى الجمعيـة العمومية للمساهمين خلال اجتماعها السنوي .[٣]

وتتضمن محتويات القوائم المالية التي يجب على مراجع الحسابات تـدقيقها لتنتقل إلى مرحلة الإفصاح عنها بالطرق القانونية المتبعة ، ما يلي :[٤]

(1) المادة ١٤٩ من قانون الشركات الاتحادي لدولة الإمارات العربية المتحدة رقم ٨ لسنة ١٩٨٤ ، وانظر أيضاً المادة ١٠٨ من قانون الشركات المصري رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١ .

(2) المادة ٢٦٨ من اللائحة التنفيذية لقانون الشركات المصري الصادرة بموجب قرار وزير التجارة رقم ٩٦ لسنة ١٩٨٢.

(3) المادة ١٥٠ من القانون المذكور .

(4) د.طارق عبدالعال حماد ، تحليل القوائم المالية لأغراض الاستثمار ومنح الائتمان ، مرجع سابق ، ص ١٨ .

١. الميزانية ، وتدعى أيضاً بقائمة المركز المالي (Balance Sheet) .

٢. قائمة الدخل (Income Statement) .

٣. قائمة التغيرات في حقوق الملكية (Statement of Changes in Equity) .

٤. قائمة التدفقات النقدية (Cash Flow Statement) .

٥. السياسات المحاسبية والإيضاحات المتممة للقوائم المالية(Accounting Policies & Notes) .

ويعدّ بعض الباحثين مراجع الحسابات وكيلاً عن مجموع المساهمين في شركات المساهمة ، وبناءً على ذلك يحق لكل مساهم أثناء انعقاد أعمال الجمعية العمومية للشركة أن يناقش مراجع الحسابات في تفاصيل التقرير الصادر عنه ويستوضح منه عن أي مسألة بحاجة إلى استيضاح .[1]

وقد درج الكثير من الدول على انتهاج سياسة تحسين درجة استقلالية مراجع الحسابات جنباً إلى جنب مع زيادة درجة محاسبتهم أمام الجمعية العمومية للمساهمين ، لذلك كان الأمر سائراً في عدة اتجاهات منها تطبيق المعايير العالمية في مجال مراجعة الحسابات ، إضافة إلى تطبيق مبادئ وأخلاقيات المهنة ، كما أن بعض الدول تضع معايير معينة منها على سبيل المثال فرض حدود على إجمالي نسبة دخل مراجع الحسابات جراء عمل واحد ، ومنها تعيين مراجع حسابات ثان يراجع أعمال الأول ، وأخرى الحظر المقرر على مراجعي الحسابات من القيام بأعمال أخرى ، وغيرها من الإجراءات التي تكفل استقلالية ونزاهة مهنة مراجعة الحسابات .[2]

ومن جهته فقد ألزم المشرع الفرنسي في قانون الشركات لسنة ١٩٦٦ والمراسيم الصادرة بموجبه إدارة المنشأة بإخطار كل من المساهمين ولجنة عمليات

---

(1) د.صالح أحمد البربري ، الممارسات غير المشروعة في بورصة الأوراق المالية ، مرجع سابق ، ص ٩٣ .

(2) الأستاذ وليد الحوطي ، مرجع سابق ، ص ١١٨.

البورصة قبل اجتماع الجمعية العمومية العادية بخمسة عشر يوماً بأسماء مراجعي الحسابات المرشحين لتولي مهمة مراجعة حسابات المنشأة .(١)

كما أوجب المشرع الفرنسي على مراجع الحسابات أن يقوم بإبلاغ النائب العام عن كل ما يظهر له أثناء تأديته مهامه من وقائع مخالفة للقانون تستوجب العقاب وتتعلق بالجهة التي يقوم بتدقيق حساباتها ، وقرر في مقابل ذلك على مراجع الحسابات الذي يتقاعس في أداء هذا الواجب العقاب بالحبس مدة لا تقل عن سنة ولا تزيد عن خمس سنوات والغرامة التي تتراوح بين ألفي فرنك ومائة وعشرين ألف فرنك أو إحدى هاتين العقوبتين .(٢)

وقد فرضت قوانين الشركات في دول متعددة على مراجع الحسابات التزاماً في أن يقوم بالتحذير والتنبيه في التقرير الصادر عنه إلى كل واقعة يكتشفها أثناء قيامه بمهامه في المراجعة من شأنها أن تعمل على تعريض استمرارية نشاط المنشأة للخطر ، وهذا ما أكد عليه قانون الشركات الفرنسي رقم ٥٢٧ لسنة ١٩٦٦ المعدل بالقانون رقم ١٤٨ لسنة ١٩٨٤ ، بالإضافة إلى تشريعات دول أخرى .(٣)

ويعتقد أحد الباحثين أنه يجب على مراجع الحسابات إذا اكتشف خلل في المركز المالي للمنشأة ، وفي المقابل وجد أن إدارة المنشأة قد وضعت من الخطط ما تواجه به هذا الخلل واقتنع المراجع بفاعلية تلك الخطط ، أن يقوم بالإفصاح في تقريره عن هذا الخلل ومسبباته وخطط الإدارة في مواجهته ، وذلك لكي تتضح الصورة أمام المستفيدين من هذا التقرير .(٤)

---

(1) د.علي سيد قاسم ، مرجع سابق ، ص ٨٥ .

(2) المادة ٢٣٣/ ٢ من قانون الشركات الفرنسي لسنة ١٩٦٦؛ أنظر في ذلك د.علي سيد قاسم ، مرجع سابق ، ص ١٨٢- ١٨٣ .

(3) حيث نصت على ذلك المادة ٢٣٠ من قانون الشركات الفرنسي ، وأيضاً النشرة الأمريكية لمعيار المراجعة رقم ٥٩ ، د. زينب أحمد عزيز حسين ، مرجع سابق ، ص١٥٠- ١٥١ .

(4) المرجع السابق ، ص ١٥٢ .

وقد قرر المشرع الإماراتي في قانون الشركات الاتحادي رقم ٨ لسنة ١٩٨٤ المسؤولية على مراجع الحسابات عن أعمال الرقابة وعن صحة البيانات الواردة في التقرير الصادر عنه تحت طائلة المسؤولية الجنائية فيما لو كان ما فعله يشكل جريمة ، وكذلك التعويض عن الضرر الذي يلحق الشركة نتيجة ما يقع منه من خلل في تنفيذ مهامه .(١)

وتنعقد مسؤولية مراجع الحسابات عن أفعاله غير المشروعة في أدائه لمهامه من مراجعة وتدقيق حسابات الجهات المصدرة ، وتتعدد صور المسؤولية إلى مسؤولية قانونية ، وأخرى دينية ، وثالثة أخلاقية ، كما تتعدد صور المسؤولية القانونية إلى مسؤولية مدنية ، وأخرى جنائية ، وثالثة تأديبية (٢) ، وسيتم التطرق إلى جميع هذه الصور عند الكلام عن الإخلال بالإفصاح والشفافية في بورصة الأوراق المالية والوسائل الكفيلة بمواجهته وذلك في الفصل الثاني من هذا الكتاب .

والتزام مراجع الحسابات في تنفيذه مهامه الرقابية بفحص وتدقيق حسابات الجهات المصدرة الملزمة بالإفصاح عن المعلومات والبيانات المتعلقة بها إنما هو التزام ببذل العناية التي تقتضيها أصول المهنة ، مما يستوجب إقامة الدليل على تقصيره في أداء واجباته المهنية ، وليس التزاماً بتحقيق نتيجة الذي يكتفي فيه بتحقق الضرر لترتب مسؤوليته .(٣)

---

(1) المادة ١٥١ من قانون الشركات التجارية الاتحادي لدولة الإمارات العربية المتحدة رقم ٨ لسنة ١٩٨٤ .

(2) د. زينب أحمد عزيز حسين ، مرجع سابق ، ص ١٥٦ .

(3) د.علي سيد قاسم ، مرجع سابق ، ص ١١٨ .

الفرع الثاني

الهيئات العامة وإدارات بورصات الأوراق المالية

لكي تمارس بورصة الأوراق المالية مهامها - التي أراد لها المشرع وأصحاب القرار في الدولة أن تؤسس بشكل سليم دون عقبات - فلا بد من تأسيسها وفقاً للمعايير الدولية على نحو يستفاد فيه من تجارب الدول التي سبقت في هذا المضمار .

ومن أجل ذلك دأبت الدول - وهي تؤسس لقيام بورصات للأوراق المالية - أن توكل الدور في الإشراف والرقابة لهيئات وإدارات معينة لها في بعض الدول وظيفة المشرع ، وهو ما نجده واضحاً في دولة الإمارات العربية المتحدة ، حيث منح المشرع الإماراتي جانباً من سلطاته التشريعية إلى هيئة الأوراق المالية والسلع بالإضافة إلى دورها الرقابي ، فهي تقوم بسن التشريعات المنظمة لأنشطة بورصات الأوراق المالية المرخصة في الدولة على شكل لوائح وأنظمة وقرارات .

لذلك سوف يتم تناول دور تلك الهيئات في الرقابة والإشراف على بورصات الأوراق المالية من خلال الفقرتين التاليتين ، حيث تكون الفقرة الأولى للهيئات العامة للأوراق المالية ، أما الفقرة الثانية فتكون لإدارات بورصات الأوراق المالية .

أولاً : الهيئات العامة للأوراق المالية :

تعد الهيئات العامة للأوراق المالية الجهات العليا التي تتولى الإشراف والرقابة على بورصات الأوراق المالية ورسم السياسات ووضع الأنظمة واللوائح المنظمة لهذا النوع من البورصات بالشكل الذي يساعد على إشاعة النظام والالتزام بالقواعد المنظمة لها .

وتوجب هيئة الأوراق المالية والسلع في الدولة على البورصات اتخاذ الإجراءات اللازمة نحو إفصاح الجهات المدرجة عن أية تطورات تحدث لها [١] ، كما يحق للهيئة التأكد من الشفافية ونظام الإفصاح على النحو المقرر في التشريعات المنظمة لهذا الواجب .[٢]

وفيما يتعلق بالإفصاح والشفافية ، يقع على عاتق هيئة الأوراق المالية والسلع وهي الجهة المخولة قانوناً بالترخيص لأسواق الأوراق المالية والإشراف عليها بعض الواجبات المتعلقة بالإفصاح والشفافية ، إضافة إلى واجبات أخرى مقررة في التشريعات ذات العلاقة ، فبالرغم من أنها تعد الجهة الرقابية التي تشرف على تطبيق هذا المبدأ جنباً إلى جنب في الرقابة على ما تتطلبه أنظمة البورصة الأخرى [٣] ، فعليها في المقابل تحقيق بعض الواجبات في هذا الخصوص .[٤]

ولغرض تحقيق تلك الغايات التي من أجلها وجدت هيئة الأوراق المالية والسلع تمتلك الهيئة من الوسائل ما تكفل لها التأكد من توافر الإفصاح والشفافية ، وذلك من خلال التفتيش الذي يجريه مجلس الهيئة على أعضاء البورصة بشكل دوري ، أو بناءً على طلب من ذوي الشأن ، وبالتنسيق مع إدارة البورصة .[٥]

ولا يختلف الأمر كثيراً بالنسبة إلى الواجبات المقررة على الهيئات العامة للأوراق المالية في الدول الأخرى بما فيها الهيئات العامة للأوراق المالية في الدول العربية .[٦]

---

(1) المادة ١٢/ ٤ من القانون الاتحادي لدولة الإمارات العربية المتحدة رقم ٤ لسنة ٢٠٠٠ بشأن هيئة وسوق الإمارات للأوراق المالية .

(2) المادة ١٢/ ٥ من القانون الاتحادي لدولة الإمارات العربية المتحدة رقم ٤ لسنة ٢٠٠٠ بشأن هيئة وسوق الإمارات للأوراق المالية .

(3) المادة ٨ / ٦ من قرار مجلس الوزراء في دولة الإمارات العربية المتحدة رقم ١٣ لسنة ٢٠٠٠ سالف الذكر التي أعطت الحق للهيئة في سبيل تحقيق أغراضها "تنظيم ومراقبة الإفصاح عن المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية" .

(4) حيث ورد الإفصاح الخاص بالهيئة في المواد من ٨- ١٦ من قرار هيئة الأوراق المالية والسلع في دولة الإمارات العربية المتحدة رقم ٣ لسنة ٢٠٠٠ بشأن النظام الخاص بالإفصاح والشفافية متضمنة الواجبات على الهيئة والوسائل المساعدة لها على إلزام الأطراف الأخرى على الإفصاح والشفافية .

(5) المادة ٩ من قرار هيئة الأوراق المالية والسلع في دولة الإمارات العربية المتحدة رقم ٣ لسنة ٢٠٠٠ بشأن النظام الخاص بالإفصاح والشفافية .

(6) انظر قانون سوق رأس المال المصري رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ واللائحة التنفيذية له رقم ٩٦ لسنة ١٩٨٢ .

أما عن الواجبات المقررة على أعضاء مجلس إدارة الهيئة العامة ، فيجب عليهم الإفصاح للهيئة بما يملكونه هم وأزواجهم وأبناؤهم القصر من أوراق مالية ، بالإضافة إلى التزامهم بالتصريح عن مساهماتهم ومساهمات أزواجهم وأولادهم القصر لدى أي وسيط ، وما قد يطرأ على تلك الملكية من تغيير .[١]

كما يجب على أعضاء مجلس إدارة الهيئات العامة للأوراق المالية الالتزام بالشفافية والامتناع عن أي سلوك قد يتضمن إخلالاً بتطبيق مبدأ الإفصاح والشفافية في المعلومات التي قررت التشريعات المنظمة للبورصة واجب الإفصاح عنها من قبلهم ، بما في ذلك التصريح خطياً لدى الهيئة عن ملكيتهم للأوراق المالية هم وأزواجهم وأولادهم القصر ، وعن أي تغيير يطرأ على هذه الملكية .[٢]

وتخضع الهيئات العامة للأوراق المالية لرقابة مجلس الوزراء في بعض الدول ، كما في دولة الإمارات العربية المتحدة الذي ألزم المشرع فيها مجلس إدارة هيئة الأوراق المالية والسلع بتقديم تقرير نصف سنوي إلى مجلس الوزراء متضمناً أعمال سوق الإمارات للأوراق المالية والسلع [٣] ، كما أن هذا الالتزام قرره المشرع الكويتي على رئيس لجنة سوق الكويت للأوراق المالية بتقديم تقرير ربع سنوي مفصل عن أنشطة البورصة إلى مجلس الوزراء .[٤]

ثانياً : مجالس إدارات بورصات الأوراق المالية :

يتولى الإدارة والإشراف على بورصة الأوراق المالية مجلس إدارة يضم عدداً من الأعضاء ، لا يجوز أن يكون من بينهم عضو في مجلس إدارة جهة مدرجة أو وسيط مالي .[٥]

---

(1) المادة ٩ من القانون الاتحادي لدولة الإمارات العربية المتحدة رقم ٤ لسنة ٢٠٠٠ ، والمادة ١٠ من قرار هيئة الأوراق المالية والسلع رقم ٣ لسنة ٢٠٠٠ بشأن النظام الخاص بالإفصاح والشفافية .

(2) المادة ٩ من القانون الاتحادي رقم ٤ لسنة ٢٠٠٠ بشأن هيئة وسوق الإمارات للأوراق المالية والسلع ، والمادة ١١ من القرار رقم ٣ لسنة ٢٠٠٠ بشأن النظام الخاص بالإفصاح والشفافية الصادر عن الهيئة .

(3) المادة ١٣ من القانون الاتحادي رقم ٤ لسنة ٢٠٠٠ بشأن هيئة وسوق الإمارات للأوراق المالية والسلع .

(4) المادة ٧ من مرسوم تنظيم سوق الكويت للأوراق المالية لسنة ١٩٨٣ .

(5) المادة ٢٠/ ٢ من القانون الاتحادي رقم ٤ لسنة ٢٠٠٠ بشأن هيئة وسوق الإمارات للأوراق المالية والسلع .

ويتشكل مجلس إدارة البورصة في دولة الإمارات العربية المتحدة بموجب قرار يصدر من السلطة المحلية المختصة في الإمارة التي تقع البورصة ضمن حدود اختصاصاتها [١] ، ويمارس مجموعة من الصلاحيات التي من بينها إصدار البيانات الصحفية الضرورية لضمان الإفصاح والشفافية في المعلومات .[٢]

كما يقع على عاتق إدارة البورصة الالتزام بإعداد نشرة يومية ، وأخرى أسبوعية بالأوراق المالية المتداولة تكون معتمدة من مدير عام البورصة أو من يفوضه ، على أن تنشر تلك النشرات في الصحف المحلية ، كما تلتزم الإدارة بإعداد نشرة شهرية متضمنة بياناً بالأوراق المالية المدرجة خلال الشهر مع بيان إجمالي حجم التداول الشهري مقارناً بالشهر السابق وبيان مؤشرات التداول .[٣]

ويعد مجلس إدارة البورصة الجهة التنفيذية للتشريعات الخاصة بما فيها التشريعات الخاصة بتطبيق مبدأ الإفصاح والشفافية في البورصة ، ويمارس المجلس مهامه بكونه سلطة تأديبية على جميع المستثمرين وشركات الوساطة المالية والجهات المدرجة .[4]

وتلتزم السوق – ممثلة بمجلس إدارتها والإدارات فيها كل في مجال اختصاصه – بتزويد الهيئة العامة للأوراق المالية بالتقارير والبيانات التي تطلبها الهيئة ، إضافة إلى إصدار النشرات الصحفية الضرورية ، وذلك للإفصاح عن المعلومات وضماناً للشفافية فيها .[٥]

---

(1) المادة ٢٠ / ٢ من القانون الاتحادي رقم ٤ لسنة ٢٠٠٠ بشأن هيئة وسوق الإمارات للأوراق المالية والسلع .

(2) المادة ٢٢ من القانون الاتحادي رقم ٤ لسنة ٢٠٠٠ بشأن هيئة وسوق الإمارات للأوراق المالية والسلع .

(3) المادة ١٩ من قرار هيئة الأوراق المالية والسلع في دولة الإمارات العربية المتحدة رقم ٢ لسنة ٢٠٠١ بشأن النظام الخاص بالتداول والمقاصة والتسويات ونقل الملكية وحفظ الأوراق المالية .

(4) د. محسن أحمد الخضيري ، مرجع سابق ، ص ٣٢ ؛ وقد أشارت المادة ٢٢ من القانون الاتحادي رقم ٤ لسنة ٢٠٠٠ بشأن هيئة وسوق الإمارات للأوراق المالية والسلع إلى هذه الواجبات .

(5) المادة ١٦ من قرار مجلس الوزراء في دولة الإمارات العربية المتحدة رقم ١١ لسنة ٢٠٠٠ بشأن النظام الخاص بترخيص السوق والرقابة عليه ، وذهب في نفس الاتجاه المشرع المصري في المادة ١٠١/ ١ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري .

وبذلك فإن لمجلس إدارة البورصة دوراً هاماً في كونه حلقة الوصل والعين التي تستعين بها الهيئة العامة للأوراق المالية في مراقبة أنشطة تداول الأوراق المالية وممارسات أطراف تلك العمليات ، ويبدو هذا الدور واضحاً في دولة الإمارات العربية المتحدة من خلال ما منحه المشرع الإماراتي لإدارات الأسواق المرخصة في الدولة من سلطات تمكنها من أداء مهامها .(١)

أما عن واجبات مدير عام البورصة ونائبه وكل عضو من أعضاء مجلس إدارة السوق ، فعليهم الالتزام خطياً بالإفصاح لدى الهيئة العامة للأوراق المالية وفور استلام مهامهم عن الأوراق المالية التي يملكونها هم وأزواجهم وأولادهم القصر ، وكذلك ملتزمون بالإفصاح خطياً عن مساهماتهم ومساهمات وأزواجهم وأولادهم القصر لدى أي وسيط ، وموافاتها خلال أسبوع عن أي تغيير قد يطرأ على تلك المساهمات .(٢)

وتلتزم إدارة البورصة بتقديم تقارير دورية عن حركة التداول بشكل يومي وآخر نصف شهري وآخر شهري وآخر سنوي (٣) ، كما تلتزم إدارة البورصة بالنشر اليومي للمعلومات عن التداول عن طريق نشرة أسعار الأوراق المالية المدرجة (٤) ، بالإضافة إلى التزام إدارة البورصة بإصدار البيانات الصحفية الضرورية لضمان الالتزام بتطبيق مبدأ الإفصاح والشفافية في المعلومات .(٥)

---

(1) د.بلال عبدالمطلب بدوي ، مرجع سابق ، ص ٥٢ .

(2) المادة ٢١ من القانون الاتحادي رقم ٤ لسنة ٢٠٠٠ في شأن هيئة وسوق الإمارات للأوراق المالية والسلع ، والمادة ٢٣ من قرار هيئة الأوراق المالية والسلع في دولة الإمارات العربية المتحدة رقم ٣ لسنة ٢٠٠٠ بشأن النظام الخاص بالإفصاح والشفافية ، وانظر أيضاً في ذلك المادة (٢١/ أ) من النظام الداخلي لبورصة عمان الصادر بالاستناد لأحكام المادة ٦٥ من قانون الأوراق المالية رقم ٧٦ لسنة ٢٠٠٢ ، وباعتقاد الباحث أن هذه المادة قد وسعت دائرة الأقارب لتشمل الزوجة والأبناء القصر وغيرهم خلاف ما هو عليه الحال في قوانين دول أخرى حددتهم بالفئتين المذكورتين فقط .

(3) المادة ٢٦ من قرار هيئة الأوراق المالية والسلع في دولة الإمارات العربية المتحدة رقم ٣ لسنة ٢٠٠٠ بشأن النظام الخاص بالإفصاح والشفافية ، وأيضاً المادة (١٠١/ ٢) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري .

(4) المادة ٢٧ من قرار هيئة الأوراق المالية والسلع في دولة الإمارات العربية المتحدة رقم ٣ لسنة ٢٠٠٠ بشأن النظام الخاص بالإفصاح والشفافية ، وأيضاً المادة ١٠٢ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري .

(5) المادة ١٨ من قرار هيئة الأوراق المالية والسلع في دولة الإمارات العربية المتحدة رقم ٣ لسنة ٢٠٠٠ بشأن النظام الخاص بالإفصاح والشفافية .

أما المشرع الأردني فقد حدد الالتزامات الملقاة على عاتق رئيس وأعضاء مجلس الإدارة ومن يمثلهم ، ومن بينها :[1]

١. الإفصاح عن أي مصلحة تخص رئيس أو أعضاء مجلس إدارة البورصة بشأن أي موضوع مطروح للنقاش على المجلس ، بحيث يتوجب عليهم ترك جلسة النقاش ، والامتناع عن التصويت عند اتخاذ القرار .

٢. المحافظة على معلومات البورصة السرية ، وعدم نقلها لأي طرف آخر .

٣. حظر استغلال المعلومات التي بإمكانهم الحصول عليها بحكم عضويتهم أو تمثيلهم في مجلس الإدارة سواء لمصلحة ذلك العضو أم للغير .

الفرع الثالث

شركات الوساطة المالية

تضطلع شركات الوساطة المالية من بين الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية بدور هام في بورصة الأوراق المالية ، كونها تعد العصب الهام الذي يربط بين المستثمر والبورصة ، فلا تتم أية عملية تداول للأوراق المالية دون تدخل وسيط مالي لتنفيذ أوامر المستثمر بالبيع أو الشراء من خلاله .

ويجب على هذه الشركات الالتزام بتطبيق مبدأ الإفصاح والشفافية ، وهذا الواجب يتخذ الشقين التاليين ، فهو أولاً واجب على هذه الشركات بالإفصاح تجاه هيئة الأوراق المالية وإدارة البورصة ، وهو ثانياً واجب مقرر عليها تجاه عملائها ، حيث تلتزم ابتداءً تجاه الهيئة العامة للأوراق المالية وإدارات البورصة بالإفصاح وتزويد تلك الجهات بتقاريرها الدورية السنوية ونصف السنوية وربع السنوية والتي يجب أن تكون معتمدة من قبل مراجع حسابات مفوض من قبلها ومعتمد من

(1) انظر المادة ٥ بفقرتيها أ ، ب ، ج من تعليمات الإفصاح الخاصة ببورصة عمّان لسنة ٢٠٠٤ ؛ والبنود ١- ٣ من الفقرة ب من المادة ٢١ من النظام الداخلي لبورصة عمّان لسنة ٢٠٠٤ .

قبل الهيئة العامة للأوراق المالية وإدارات البورصات التي تعمل تلك الشركة في ظلها [١] ، بالإضافة إلى التزام تلك الشركات بتقديم المعلومات الدقيقة لهيئة الأوراق المالية وإدارة البورصة عما يتوفر لديها من معلومات دقيقة تتحصل عليها نتيجة ارتباطها بأنشطة البورصة وبالمتعاملين المرتبطين معها [٢] ، كأن يتوفر لديها معلومات عن تعاملات داخلية أو مضاربات غير مشروعة أو التلاعب بالأسعار وغيرها من الممارسات غير المشروعة .

كما تلتزم شركات الوساطة المالية بصفة خاصة تجاه عملائها بالإفصاح لهم عن كافة البيانات المفيدة لهم في تعاملاتهم ، إضافة إلى التزامها بالتبصير لأولئك العملاء عن كل ما يتعلق بمعاملات البيع أو الشراء للأوراق المالية التي ينوون الدخول فيها .

كما يجب على شركات الوساطة المالية الامتناع عن توجيه العميل وجهة معينة في سبيل الإقدام على صفقات لشراء أو بيع أوراق مالية معينة لا يكون له مصلحة في شرائها أو بيعها .[٣]

وينطبق وفقاً للقانون المصري على الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية كشركات الوساطة المالية نظاماً يعطي الحق للهيئة العامة للأوراق المالية في الرقابة على الأنشطة المرخص لهذا النوع من الشركات ، ومن بين تلك الأنشطة نشاط السمسرة في الأوراق المالية .[٤]

ومن أجل كشف ملامح الدور الذي تؤديه هذه المؤسسات في بورصة الأوراق المالية ، سوف يتم تناول ذلك من خلال التعريف أولاً بشركات الوساطة

---

(1) المادة ٢٩/ ٦ من قرار هيئة الأوراق المالية والسلع في دولة الإمارات العربية المتحدة رقم ١ لسنة ٢٠٠٠ بشأن النظام الخاص بالوسطاء .

(2) المادة ١٨/ ١٢ من قرار هيئة الأوراق المالية والسلع في دولة الإمارات العربية المتحدة بشأن النظام الخاص بالوسطاء .

(3) د.نصر علي طاحون ، مرجع سابق ، ص ١٢٨ .

(4) المادة ٢٧ من قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ .

المالية ، ومن ثم بيان التزاماتها ثانياً وبشكل خاص الالتزامات المتعلقة بتطبيق مبدأ الإفصاح والشفافية .

أولاً : التعريف بشركات الوساطة المالية :

تختص شركات الوساطة المالية بعمليات تداول الأوراق والأدوات المالية المتعددة لحساب المستثمرين ، وهي شركات ذات خبرة وكفاءة عالية في التعامل بتلك الأدوات ، وتحمل تلك الشركات صفة تاجر ، باعتبار انسحاب الصفة التجارية بحكم القانون على أعمالهم التي يقومون بها في البورصة .[١]

وقد قررت التشريعات المنظمة لبورصات الأوراق المالية عدم جواز التعامل في الأوراق المالية إلا من خلال شركة وساطة مالية (سمسار) ، مرخص من قبل الجهة المختصة بممارسة أعمال الوساطة للأوراق المالية في البورصة ، كما لا يجوز ممارسة نشاط الوساطة في الأوراق المالية المدرجة في البورصة إلا من قبل الوسطاء المرخص لهم بذلك .[٢]

وقد عرّف المشرع الإماراتي الوسيط أو السمسار في الأوراق المالية بأنه " الشخص الاعتباري المصرح له – وفقاً لأحكام القانون – بالقيام بأعمال الوساطة في السوق " ، كما يقصد بمفهوم "الوساطة" بأنه "العمل على إنجاز أوامر البيع أو الشراء التي يتلقاها الوسيط من العملاء" .[٣]

---

(1) الأستاذ محمد يوسف ياسين ، مرجع سابق ، ص ٧٢- ٧٤ .

(2) المادة ٢٥ من القانون الاتحادي رقم ٤ لسنة ٢٠٠٠ في شأن هيئة وسوق الإمارات للأوراق المالية والسلع ، والمادة ٢٨ من قرار مجلس إدارة الهيئة رقم ٣ لسنة ٢٠٠٠ بشأن النظام الخاص بالإفصاح والشفافية ، وانظر في ذلك أيضاً المادة ٣/ ٢ من قرار مجلس الوزراء رقم ١٢ لسنة ٢٠٠٠ بشأن النظام الخاص بإدراج الأوراق المالية والسلع ، وفي القانون المصري المادة (١٨/ ٢) من قانون سوق رأس المال المصري رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ ، أما في القانون الأردني ففي المادة ٦٩/ب من قانون الأوراق المالية الأردني رقم ٧٦ لسنة ٢٠٠٢ ، والمادة (٦/ أ) من النظام الداخلي لبورصة عمّان الصادر لسنة ٢٠٠٤ ، وغيرها من التشريعات العربية ؛ وقد استقرت أحكام القضاء على ذلك بمن فيها أحكام القضاء الإماراتي ، انظر حكم محكمة تمييز دبي في الطعن رقم ٢٠٠٧/٢٧٠ تمييز الصادر بتاريخ ٢٠٠٧/١٠/٨ .

(3) المادة الأولى من قرار هيئة الأوراق المالية والسلع في دولة الإمارات العربية المتحدة رقم ١ لسنة ٢٠٠٠ بشأن النظام الخاص بالوسطاء ، بمناسبة التعريفات الواردة في القرار المذكور .

وينجز الوسيط أو السمسار أعماله في مجال الوساطة المالية من خلال ممثل له يدعى "بممثل الوسيط " يكون حاضراً في السوق لتنفيذ أوامر العملاء في الصفقات المتعلقة بالأوراق المالية .

ثانياً : التزامات شركات الوساطة المالية :

هناك عدد من الالتزامات التي يجب على شركات الوساطة المالية تحملها ، وهي بشكل عام تدور حول التقيد بآداب المهنة والامتناع عن كل ما يسبب الضرر بسمعة بورصة الأوراق المالية وأعضائها والمتعاملين فيها .[١]

وهذه الالتزامات هي :[٢]

١. الالتزام بفتح حساب لعملاء الشركة .
٢. التقيد بالتزامات التجار .
٣. الالتزام بالإفصاح تجاه الهيئة العامة للأوراق المالية وإدارة البورصة .
٤. الالتزام بالملاءمة عند تقديم التوصية .
٥. الالتزام بحفظ أسرار المهنة .
٦. الالتزام بضمان سلامة العملية .
٧. الالتزام بالإفصاح تجاه العملاء .
٨. الالتزام بالامتناع عن التعاملات الداخلية .
٩. الالتزام بالامتناع عن ممارسة بعض المحظورات .

(1) المادة ١٨ من قرار هيئة الأوراق المالية والسلع في دولة الإمارات العربية المتحدة رقم ١ لسنة ٢٠٠٠ بشأن النظام الخاص بالوسطاء .

(2) راجع في تفصيل تلك الالتزامات : صالح راشد الحمراني ، مرجع سابق ، ص ٣٧٥- ٥٠٨ .

ونظراً لارتباط بعض الالتزامات المذكورة بمبدأ الإفصاح والشفافية ، وهي أولاً الالتزام بالإفصاح تجاه إدارة السوق وهيئة الأوراق المالية ، وثانياً الالتزام بالإفصاح تجاه العملاء ، وثالثاً الالتزام بالملاءمة عند تقديم شركات الوساطة المالية التوصيات إلى عملائها ، ورابعاً الامتناع عن التعامل بناءً على معلومات داخلية ، وخامساً الالتزام بالامتناع عن ممارسة بعض المحظورات ، لذلك سيتم تناول بعض تلك الالتزامات ذات الصلة بتطبيق مبدأ الإفصاح والشفافية في البورصة من خلال الفقرات التالية :

١. الالتزام بالإفصاح عن المعلومات تجاه الهيئة العامة للأوراق المالية وإدارات البورصات :

يجب على شركات الوساطة المالية الالتزام بالإفصاح عن المعلومات والبيانات التي تتوصل أو تصل إلى علمها ، وذلك تجاه كل من الهيئة العامة للأوراق المالية وإدارة البورصة المسجلة فيها الشركة المعنية بصفتها وسيطاً مالياً .[1]

وعلى هذا الأساس درجت التشريعات المنظمة لبورصات الأوراق المالية على وجوب قيام شركات الوساطة المالية بالإفصاح تجاه الهيئات العامة للأوراق المالية بما يتحقق لديها من معلومات [2] ، وبدا ذلك واضحاً في أحد الأحكام الصادرة عن محكمة دبي الابتدائية بتقرير مسؤولية ممثل شركة الوساطة المالية نظراً لكونه قد توانى عن إبلاغ إدارة سوق دبي المالي بحقيقة التداولات التي تمت على أسهم إحدى الشركات المدرجة مع علمه المسبق بها ، حيث يمثل ذلك عدم

---

(1) المادة ١٨ من قرار هيئة الأوراق المالية والسلع في دولة الإمارات العربية المتحدة رقم ١ لسنة ٢٠٠٠ بشأن النظام الخاص بالوسطاء .

(2) المادة ٢٧ من القرار الوزاري رقم ٣٥ لسنة ١٩٨٣ بشأن إصدار اللائحة الداخلية لسوق الكويت للأوراق المالية ، وفي القانون المصري ألزمت المادة ٢٦٤ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال شركة الوساطة المالية بإخطار البورصة وشركة المقاصة بتنفيذ العملية خلال المواعيد القانونية ، والمادة ٢٠ من قانون سوق بغداد للأوراق المالية لسنة ١٩٩١ ، والتي ألزمت "الوسيط بتقديم جميع البيانات والمعلومات والإحصاءات التي تطلبها الجهات الرسمية ، بالشكل ، وفي المواعيد المحددة" .

التزام منه بالعناية والحرص على مزاولة أعمال الوساطة المرخص له بها ، وفقاً لمعيار الرجل الحريص .[١]

ويجب على شركات الوساطة المالية – وفقاً لهذا الالتزام – أن تقوم بإبلاغ هيئة الأوراق المالية وإدارة البورصة عن أي معلومات قد تتوفر لديها تتعلق بأموال مشبوهة أو بعمليات غسل أموال لأي من عملائها .

٢. الالتزام بالإفصاح تجاه العملاء :

يفهم من سياق النصوص المنظمة لبورصات الأوراق المالية وتلك المنظمة لشركات الوساطة المالية أنها تؤكد على وجوب التزام تلك الشركات بالإفصاح والشفافية تجاه عملائها ، وبالإمكان استخلاص نتيجة هامة من جميع تلك النصوص هي تقرير المشرع التزاماً قانونياً بوجوب إفصاح شركات الوساطة المالية لعملائها وتبصيرهم بكافة المعلومات المتوفرة لديها وإعلامهم قبل التعاقد بتلك المعلومات ، ويشمل هذا التبصير جميع الظروف والمخاطر المحيطة بالصفقة التي ينوي المتعامل إبرامها بما فيها النتائج القانونية عند التنفيذ ، متى كانت تلك المعلومات متوفرة لدى شركة الوساطة المالية ، أو كان من الممكن عليها العلم بها في حالة بذلها عناية الرجل المهني الحريص .

وعلى شركة الوساطة المالية وهي تدلي بالنصيحة إلى المستثمر أن تتضمن النصيحة بيان بالمخاطر التي تحيط بالاستثمار في أوراق مالية معينة ، والمعلومات والبيانات المالية للجهة المصدرة للورقة المالية محل الاستثمار ،

---

(1) الحكم الصادر عن محكمة دبي الابتدائية بالإدانة في القضية رقم (٢٠٠٥/١٧٣٧٣ جنح) بتاريخ ٢٠٠٥/١٠/٣١ ، علما بأن الحكم المذكور قد تم إلغائه من قبل محكمة الاستئناف وبالطعن عليه أمام محكمة تمييز دبي رفضت المحكمة طعن النيابة والمدعين بالحق المدني ، ومن ثم أيدت ما انتهت إليه محكمة الاستئناف التي سبق أن قضت ببراءة المتهمين عدا أحدهم الذي ثبت بحقه ممارسة نشاط الوساطة المالية دون الحصول على ترخيص من قبل هيئة الأوراق المالية والسلع ، ولم يكن الحكم بالبراءة على أساس أن مثل هذه الواقعة موضوع القضية لا تشكل مخالفة صريحة للقانون وإنما لأن الواقعة المنظورة لم تثبت في حق المتهمين (انظر الحكم الصادر بتاريخ ٢٠٠٧/٠٦/١٨ عن محكمة الاستئناف بدبي في القضية رقم ٢٠٠٥/٥٥١٢ استئناف ، والحكم الصادر بتاريخ ٢٠٠٧/١٠/٠٨ عن محكمة تمييز دبي في الطعن رقم ٢٠٠٧/٢٧٠ تمييز) .

والمعلومات الفنية أو التحليلية عنها ، بالإضافة إلى الرسوم التي تتطلبها شركة الوساطة المالية من العميل في مقابل الصفقة .[1]

كما يجب على الشركة وهي تفصح لعملائها عن أي إعلان أن تتسم تلك الإعلانات بالأمانة والدقة ، وأن تتضمن جميع البيانات حسب متطلبات الإفصاح بحسب الموضوع وطبيعة المتعاملين ، كما ويحظر عليها حجب أي معلومات جوهرية مما يؤثر على سلامة اتخاذ المستثمرين لقراراتهم أو إحداث أي نوع من أنواع التضليل أو الالتباس لديهم .[2]

وعلى هذا الأساس درجت أحكام القضاء على تقرير هذا الواجب على الوسيط أو السمسار بأن يقدم لعميله معلومات صحيحة ، وأن يحيطه بظروف الصفقة وتفاصيلها بكل أمانة ، وأن يعلمه بما قد يتعرض له من خسائر نتيجة المخاطر التي تحيط بالصفقة [3] ، ويتأتى هذا الواجب من جانب الوسيط أو السمسار في الإدلاء تجاه العميل بما يتوفر لديه من معلومات وظروف تحيط بالصفقة من التزامه ببذل العناية والحرص المفترضين .[4]

وعند البحث عن الأصل القانوني لالتزام شركة الوساطة المالية بالإفصاح تجاه عملائها نجد أن هناك عدداً من الآراء الفقهية بهذا الخصوص ، فمن الباحثين من أرجع أصل هذا الالتزام إلى مبدأ حسن النية باعتبار أن هناك أنواعاً من العقود تقتضي حسن النية بشكل عال ، كما في عقود التأمين وعقود الشركات وعقود

---

(1) د.عبدالرحيم الريّح محمود ، الأسواق المالية ودورها في سياسات وإدارة التنمية والاستثمار ، غرفة تجارة وصناعة أبوظبي ، دولة الإمارات العربية المتحدة ، ٢٠٠٨ ، ص ٤٢ .

(2) المادة ٢٢١ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ والتي وردت فيها من ضمن سياق الأحكام المنظمة لشركات تكوين وإدارة محافظ الأوراق المالية وشركات السمسرة في الأوراق المالية .

(3) انظر في ذلك الحكم الصادر عن المحكمة الاتحادية العليا في إمارة أبوظبي في الطعن رقم ٢٧٥ في الجلسة المؤرخة ١٩٩٣/٥/٢ ، السنة ١٤ القضائية ، القاعدة رقم ١٣١ ، السنة الخامسة عشرة ، العدد الثاني ، ط ١ ، ١٩٩٥ ، المحكمة الاتحادية العليا ، المكتب الفني ، أبوظبي ، دولة الإمارات العربية المتحدة ، ص ٨٤١- ٨٤٩ .

(4) انظر في ذلك : الحكم الصادر عن المحكمة الاتحادية العليا في إمارة أبوظبي في الطعون أرقام ١٤٤ و ٢٠٢ و ٦٥٠ في الجلسة المؤرخة ٢٠٠١/٤/١٠ ، السنة ٢٢ القضائية ، القاعدة رقم ٩٩ ، السنة الثالثة والعشرون ، العدد الثاني ، ط ١ ، ٢٠٠٢ ، المحكمة الاتحادية العليا ، المكتب الفني ، أبوظبي ، دولة الإمارات العربية المتحدة ، ص ٦٨٨- ٧٠٠ ؛ حيث انتهت المحكمة إلى أن تقصير السمسار في الإدلاء بما لديه من معلومات وما يحلط بالصفقة من ظروف أو وقوع غش أو خطأ جسيم من جانبه تجاه العميل يوجب مسؤولية السمسار .

الوكالة التي يقتضي حسن النية فيها أن يتصرف الوكيل لحساب موكله في تنفيذه الوكالة من ناحية العناية الواجبة ، ومن حيث عدم تجاوز الوكيل حدود وكالته ، وتعد هذه الالتزامات من الالتزامات التي لا يصلح تنفيذها إلا إذا تحقق حسن النية في قناعة الوكيل .[١]

وكذلك الحال بالنسبة لالتزام شركة الوساطة المالية بالإفصاح وبالتبصير تجاه عملائها ، حيث تقوم العلاقة بين المتعامل وشركة الوساطة المالية على مبدأ حسن النية في تنفيذ بنود الاتفاق بينهما ، وبالتالي يتحتم على الشركة أن تعمل جاهدة على توجيه العميل وتبصيره بجميع تفاصيل الصفقة التي ينوي إبرامها .

بينما يذهب جانب من الفقه إلى أن التزام شركات الوساطة المالية بالإفصاح تجاه عملائها وتبصيرهم بتفاصيل الصفقات التي يقدمون عليها يجد أساسه في نص القانون ، والدليل على ذلك ما تضمنه قانون سوق رأس المال المصري رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ ولائحته التنفيذية من وجوب التزام هذه الشركات في تعاملها مع عملائها بمبادئ الأمانة والعدالة والمساواة والحرص على مصالحهم .[٢]

وباعتقادنا أن أياً من الرأيين المذكورين لا يتعارض مع الرأي الآخر ذلك أن مبادئ الأمانة والعدالة والمساواة والحرص على مصالح العملاء التي يحرص المشرع على أن تلتزم بمقتضاها شركات الوساطة المالية في علاقتها مع عملائها ما هي إلا مبادئ يقتضيها تطبيق مبدأ حسن النية .

٣. الالتزام بالملاءمة عند تقديم شركات الوساطة المالية النصائح إلى عملائها :

تلتزم شركات الوساطة المالية وهي تقدم النصائح إلى عملائها بشأن التعامل في الأوراق المالية ، أن تكون تلك النصائح متلائمة مع الوضع المالي لكل عميل ومتطلباته وأهدافه الاستثمارية وخبراته في مجال الاستثمار في البورصة وما

---

(1) د. سهير منتصر ، مرجع سابق ، ص ٣٠ – ٣١ .

(2) انظر المادة ٢٣١ من قانون سوق رأس المال المصري رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ والمادة ٢١٤ من اللائحة التنفيذية للقانون المذكور ؛ راجع في تفصيل ذلك : صالح راشد الحمراني ، مرجع سابق ، ص ٤٢١- ٤٢٥ .

يتعلق به من ظروف ، وتتكون للشركة هذه القناعة من خلال المعلومات والبيانات التي يدلي بها العميل عند فتح الحساب لدى الشركة وكذلك من خلال تعاملاته السابقة من خلالها .[١]

ويجب على شركة الوساطة المالية توفير المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية إلى من يطلبها من عملائها ، كما تلتزم الشركة بأن تسعى إلى توفير تلك المعلومات للعملاء بعد أن تكون قد توصلت إليها من خلال البحوث والدراسات عن الأوراق المالية والبورصة .[٢]

٤. الالتزام بالامتناع عن التعامل الداخلي في الأوراق المالية :

باعتبار شركات الوساطة المالية من أعضاء البورصة وفاعلاً رئيساً في عمليات تداول الأوراق المالية ، يجب عليها بالإضافة إلى الواجبات العامة الملقاة على عاتقها بشكل خاص الامتناع عن التعاملات الداخلية ، سواء أكان المتعامل شخصاً اعتيادياً أم رئيساً لمجلس إدارة الشركة أم أحد أعضائها أم أي موظف فيها.[٣]

ويقصد بالمعلومات الداخلية أو غير المعلنة (Insider Trading) حسب معظم التشريعات بأنها "معلومات صحيحة غير معلنة قد تؤثر جوهرياً في أسعار الأوراق المالية ، ومتعلقة بتلك الأوراق ، أو بمصدر تلك الأوراق " .[٤]

وقد حظرت جميع القوانين ومنها القانون الإماراتي التعاملات الداخلية ، وقررت الجزاءات المناسبة على مرتكبيها والمشتركين في مثل تلك التعاملات بمن فيهم الوسطاء الماليون .

---

(1) د.صالح أحمد البربري ، الممارسات غير المشروعة في بورصة الأوراق المالية ، مرجع سابق ، ص ١١١ .

(2) المادة ٢٥٨ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢.

(3) المادة ٣٧ من القانون الاتحادي رقم ٤ لسنة ٢٠٠٠ بشأن هيئة وسوق الإمارات للأوراق المالية والسلع ، والتي قررت بطلان كل تصرف يتم بالمخالفة لهذا الحظر ، والمادة ١٥ من القرار رقم ٢ لسنة ٢٠٠١ الصادر عن هيئة الأوراق المالية والسلع بشأن النظام الخاص بالتداول والمقاصة والتسويات ونقل الملكية وحفظ الأوراق المالية ، كما نص على هذا الحظر أيضاً المشرع المصري في المادة ٢٤٤ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ .

(4) د.أحمد عبدالرحمن الملحم ، حظر استغلال المعلومات غير المعلنة الخاصة بالشركات في التعامل بالأوراق المالية ، مرجع سابق ، ص ١٥ .

وحظر التعامل الذي عنته التشريعات يشمل المستثمر بصفة أصلية ، وكذلك شركات الوساطة المالية بصفة تبعية ، فلا يجوز لشركات الوساطة المالية أن تتوسط في عملية بناءً على معلومات وردت إليها أو إلى عميلها ، وإلا تعرضت للعقوبات المقررة .

٥. الالتزام بالامتناع عن ممارسة بعض المحظورات :

يجب على شركة الوساطة المالية الامتناع عن إتيان بعض الممارسات المحظورة أو الاشتراك في إتيانها ، ومن بين تلك الممارسات كالمضاربات غير المشروعة أو التلاعب في أسعار الأوراق المالية ، ومنها أيضاً نشر وترويج الشائعات عن البورصة أو الأوراق المالية المدرجة فيها أو مصدريها أو غيرها من شركات الوساطة المالية الأخرى .

كما يجب على شركات الوساطة المالية الامتناع عن التدخل في عمليات مشبوهة أو يُعتقد أن أموالها متحصلة من عمليات غسل أموال ، بالإضافة إلى واجب تلك الشركات بإبلاغ الجهات المختصة بتلك الأموال المشبوهة .

الفرع الرابع
المتعاملون في الأوراق المالية

ويقصد بالمتعامل في الأوراق المالية الذي يجب عليه الإفصاح عن مصالحه المتحققة والتي ستتحقق في أوراق مالية لجهة معينة هو الشخص الطبيعي أو الاعتباري على حد سواء أو مجموعة من الأشخاص الطبيعيين أو الاعتباريين تحققت أو ستتحقق لديهم مصلحة في تملك أوراق مالية لجهة مصدرة ، ويشمل الشخص الطبيعي في هذا الالتزام هو شخصياً بالإضافة إلى زوجته وأبنائه القصّر.

ويجب على المتعاملين في الأوراق المالية في حالات خاصة أن يقوموا بالإفصاح عن بيانات ومعلومات معينة حددها المشرع ووضع لها ضوابط وشروط معينة ، وينطبق ذلك على حالات الإفصاح عند تجاوز نصاب ملكية المساهمين للأوراق المالية في شركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم ، وكذلك حالات المصالح التي تتحقق لدى متعامل أو أكثر في أسهم شركة معينة بما يعرف بالعرض العام للشراء .

لذلك أوجب المشرع على كل شخص طبيعي أو معنوي بلغت ملكيته من أسهم شركة مدرجة حداً معيناً نص عليه القانون بأن يقوم بإخطار الجهة المصدرة ، بالإضافة إلى إدارة البورصة ، حال تحقق هذه النسبة من ملكية الأسهم ، وقد نصت على هذا الواجب في الإفصاح التشريعات المنظمة لبورصات الأوراق المالية ، بما فيها القانون الإماراتي الذي فرض ذلك على من بلغ نصاب ملكيته لأسهم الشركة ابتداءً نسبة ٥% ، ثم في درجة ثانية نسبة ١٠% ، كما ألزم أيضاً كل شخص طبيعي أو معنوي بلغت نسبة تملكه ١٠% ويرغب في شراء ٢٠% من أسهم نفس الشركة بإخطار إدارة البورصة بذلك ، ويرجع البت في قرار الشراء

لمدير عام البورصة [1] ، وتشمل الملكية هنا ملكية الشخص الطبيعي مضافاً إليها ملكية أبنائه القصر .

كما يجب على المصارف والمنشآت المالية التي تمارس أعمالاً مصرفية الحصول على موافقة مصرف الإمارات العربية المتحدة المركزي قبل شروعها في إجراء أية صفقة تؤدي إلى تملكها نسبة ٥% فأكثر من أسهم أية شركة مدرجة في السوق [2] ، بالإضافة إلى إلزام تلك الجهات والشركات بموافاة كل من الهيئة وإدارة السوق بأسماء من يملكون أو وصلت مساهمتهم مع أولادهم القصر إلى ٥% فأكثر من أسهم تلك الشركة ، وبمراعاة التقيد بهذا الواجب في كل مرة تصل فيها المساهمة إلى ١% من أسهم الشركة علاوة على الـ٥% .[3]

أما المشرع المصري فقد قرر واجب الإفصاح على كل شخص تتحقق لديه الرغبة في تملك أسهم اسمية بشكل تتجاوز نسبة ١٠% من رأس مال شركة مدرجة ، وأوجب عليه تبعاً لذلك إبلاغ الشركة بموجب كتاب مصحوب بعلم الوصول قبل أسبوعين على الأقل بتلك الرغبة ، وأن يضمن هذا الكتاب نسبة مساهمته ، وتعريف بتفاصيل العملية التي يرغب في إبرامها ، وتفاصيل عن وسيطه المالي ، وفي المقابل يجب على الشركة المصدرة أنْ تفصح عن ذلك خلال أسبوعين من علمها لكل مساهم يملك ١% من رأس مال الشركة ، وأن تقوم بنشر هذه المعلومة في صحيفتين يوميتين ، وكذلك وجوب إبلاغها ذلك لإدارة البورصة ، وتتخذ نفس الإجراءات المذكور إذا كان المتعامل أحد أعضاء مجلس إدارة الشركة المصدرة أو أحد العاملين لديها ورغب في عقد عملية يترتب عليها تجاوز

(1) المواد ٣ – ٦ من قرار هيئة الأوراق المالية والسلع في دولة الإمارات العربية المتحدة رقم ٣ لسنة ٢٠٠٠ بشأن النظام الخاص بالإفصاح والشفافية ، وقد انتهجت باقي القوانين المقارنة هذا النهج في التشريع .

(2) المادة ٧ من قرار هيئة الأوراق المالية والسلع في دولة الإمارات العربية المتحدة رقم ٣ لسنة ٢٠٠٠ بشأن النظام الخاص بالإفصاح والشفافية .

(3) المادة ٣٦ / ١٠ من قرار هيئة الأوراق المالية والسلع في دولة الإمارات العربية المتحدة رقم ٣ لسنة ٢٠٠٠ بشأن النظام الخاص بالإفصاح والشفافية ، انظر أيضاً المادة (١٩/ م) من قرار مجلس الوزراء في دولة الإمارات العربية المتحدة رقم ١٢ لسنة ٢٠٠٠ بشأن النظام الخاص بإدراج الأوراق المالية والسلع .

نصاب ملكيته لأسهم تلك الشركة لـ ٥% من الأسهم الاسميةُ .[١]

كما يجب إتباع الإجراءات السابقة بالإضافة إلى وجوب إخطار الهيئة العامة لسوق المال المصري وإدارة البورصة بتفاصيل أية عملية يترتب عليها تجاوز ملكية المتعامل للأسهم الاسمية نسبة ١٥% من رأس مال الشركة المصدرة ، وتكون مدة العرض أسبوعاً قابلاً للتجديد بموافقة الهيئة العامة .[٢]

أما المشرع الأردني فقد نص على حكم خاص فيما لو أراد أي شخص تملك ٤٠ % من أسهم أي جهة مدرجة ، فيجب عليه أن يقوم بذلك بناءً على عرض تملك عام ووفقاً لضوابط نص عليها القانون [٣] ، بالإضافة إلى إلزام المشرع لأعضاء مجلس إدارة البورصة وممثلي الأعضاء المنتخبين بالإفصاح للهيئة والبورصة عن نصاب ملكيتهم من الأوراق المالية هم وأقرباؤهم ، وعن أي تغيير في ذلك خلال سبعة أيام من تاريخ التغيير [٤] ، وكذلك الحال بالنسبة للمدير التنفيذي أو أحد موظفي البورصة ، فإن عليهم التصريح خطياً تجاه الهيئة بما يملكه أيّ منهم من أوراق مالية حال استلام مهامه ، وكذلك عند حدوث أي تغيير في هذه الملكية .[٥]

---

(1) المادة ٥٩ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري .

(2) المادة ٦١ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري .

(3) المادة ٤٥ من قانون الأوراق المالية الأردني رقم ٧٦ لسنة ٢٠٠٢ .

(4) المادة ٢١/ أ من النظام الداخلي لبورصة عمّان ، الأردن .

(5) المادة ٢٨/ أ من النظام الداخلي لبورصة عمّان ، الأردن .

المطلب الثاني

دور الأجهزة الرقابية في تطبيق مبدأ الإفصاح والشفافية

تمهيـد وتقسيم :

لكي يجد مبدأ الإفصاح والشفافية مكانه الطبيعي في التطبيـق ، يجـب أن تكون هناك جهات تمارس الرقابة والإشراف على تطبيق هذا المبـدأ علـى أكمـل وجه جنباً إلى جنب مع التشريعات المعمول بها في البورصـة ، وذلـك ضـماناً لاستقرار البورصة وأدائها للوظائف التي أنشئت من أجلها .

ومن الأجهزة الرقابية التي تؤدي هذا الدور الفاعل فـي بورصـة الأوراق المالية الوزارة المختصة ، والتي يقرر المشرع في الدولة سلطاتها الرقابيـة علـى أنشطة البورصة ، وعادة ما تكون وزارات الاقتـصاد والتجـارة ، وكـذلك مـن الأجهزة الرقابية على تلك الأنشطة المصارف المركزية ، كما تؤدي الهيئات العامة للأوراق المالية وإدارات البورصات دوراً رقابياً على هذا النشاط ، وأخيـراً فـإن لوسائل الإعلام دوراً رقابياً لا يقل أهميةً عن باقي الأجهزة الرقابيـة .

وتبعاً لذلك سيتم تناول الأدوار والمهام التـي تـضطلع بأدائهـا الجهـات الرقابية المذكورة من أجل تطبيق التشريعات المنظمة للبورصة بشكل عام ، وتلـك المتعلقة بتطبيق مبدأ الإفصاح والشفافية بشكل خاص ، ضماناً لاستقرار البورصـة وعدالة المعاملات التي تتم فيها .

لذلك سوف يتم تقسيم هذا المطلب إلى ما يلي من فروع :

الفرع الأول : دور الرقابة الداخلية في تطبيق مبدأ الإفصاح والشفافية .

الفرع الثاني: دور الرقابة الخارجية المباشرة في تطبيق مبدأ الإفصاح والشفافية.

الفرع الثالث : دور الرقابة الخارجية غير المباشرة في تطبيق مبدأ الإفصاح والشفافية.

الفرع الأول

دور الرقابة الداخلية في تطبيق مبدأ الإفصاح والشفافية

تتمثل الرقابة الداخلية على الجهات المصدرة في رقابة الجمعية العمومية للمساهمين في تلك الجهات ، والتي تمتلك عدداً من الحقوق والصلاحيات التي قررتها التشريعات والتي تعمل على تحقيق هذه الرقابة ، كما تتمثل الرقابة الداخلية التي تمارس من قبل الجمعية العمومية أيضاً في المهام الموكلة لمراجع الحسابات كونه أميناً على حقوق المساهمين ومعيناً من قبلهم ، فيمارس الرقابة على تطبيق مبدأ الإفصاح والشفافية من بين مهام الرقابة الشاملة على مدى التزام الشركة بالمعايير والأنظمة المحاسبية ، لذلك سوف يتم التطرق إلى صورتي الرقابة الداخلية من خلال الفقرتين التاليتين :

أولاً : الرقابة المباشرة للجمعية العمومية للمساهمين :

للمساهمين الحق في الرقابة على مجلس إدارة الشركة والمديرين فيها وموظفيها في كل ما له صلة بحسن أداء مهامهم الموكلة إليهم في تنفيذ أعمال الشركة وتنفيذ التزاماتهم بشكل عام والتزامهم بمبدأ الإفصاح الكامل عن المعلومات والبيانات المتعلقة بأنشطة الشركة وخططها المستقبلية ، فيما عدا تلك التي لا يجوز نشرها حماية لمصالح الشركة وتفادياً لوصولها إلى الشركات الأخرى المنافسة .

ويمارس المساهمون حق الرقابة على إدارة الشركة من خلال عدد من الوسائل كفلها لهم المشرع ، منها الحق في طلب الاجتماع العادي أو الطارئ لمناقشة الإدارة في مسيرة الشركة والمسائل المهمة وحضور تلك الاجتماعات ، كما أن للمساهمين الحق في مناقشة رئيس وأعضاء مجلس الإدارة وطلب استدعاء أي موظف في الشركة لمناقشته ، وكذلك مناقشة مراجع الحسابات حول البيانات الواردة في التقرير المالي والاستعانة به في تفسير أي مسائل ترد في تلك التقارير ،

كما أن لهم الحق في الاطلاع على سجلات الشركـة وعلى أي مستنـدات تحـتفظ بهـا .(١)

وللمساهمين الحق في تحقيق هذه الرقابة عن طريقين ، أولهمـا يـتم مـن خلال اجتماع الجمعية العمومية ، وثانيهما يكون بالرقابة الدائمة ، وكلا الحقين فـي الرقابة لهما من الوسائل ما يكفل للمساهم حق الاطلاع علـى مـستندات الـشركة والرقابة عليها وعلى أنشطتها .(٢)

١. الرقابة المقررة للمساهمين أثناء انعقاد الجمعية العمومية :

تتمثل الرقابة المقررة للمساهمين أثناء انعقاد الجمعية العمومية من خـلال تمكينهم من الاطلاع على المستندات الخاصة بالشركة ، وقـد أقـرت التـشريعات المنظمة لبورصات الأوراق المالية للمساهمين بهذا الحق ، ومنها القانون الإماراتي والقانون المصري والقانون الأردني ، حيث قررت تلك التـشريعـات للمـساهمين هذا الحق وذلك لتمكينهم من التعرف على أحوال وظروف الشركـة وإدارتهـا من جهـة ، وحفاظـاً على أسرارهـا من جهة ثانية .(٣)

وحتى يتمكن المساهمون لدى اطلاعهم على مستندات الشركة من الوقوف على الوضع الحقيقي للشركة من واقع تلك المستندات حرصت التشريعات المنظمة للبورصة على وجوب تمكين جميع المساهمين من الاطلاع على المستنـدات التاليـة :(٤)

(1) Denis Keenan, Company Law, Pitman Publishing, London, seven edition, 1987, Page 135.

وقد أكد على ذلك قانون الشركات الانجليزي لسنة ١٩٨٥ .

(2) د.حماد مصطفى عزب ، مرجع سابق ، ص ٦١٧- ٦٤٧ .

(3) المرجع السابق ، ص ٦٢٠- ٦٢١ ؛ وانظر في ذلك المادة ١٥٧ من قانون الشركات المصري رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١ والمادتين ٣٠١ و ٣٠٢ من اللائحة التنفيذية لقانون الشركات المصري ، والمادة ٢٧٤ من قانون الشركات الأردني رقم ٢٢ لسنة ١٩٩٧ ، بينما قرن المشرع الإماراتي حق المساهم في الاطلاع على دفاتر الشركة ووثائقها بإذن من مجلس الإدارة أو الجمعية العمومية أو المحكمة في بعض الحالات الخاصة ، انظر المادة ١٧٠ من قانون الشركات الاتحادي لدولة الإمارات العربية المتحدة رقم ٨ لسنة ١٩٨٤ .

(4) د.حماد مصطفى عزب ، مرجع سابق ، ص ٦٢١- ٦٢٧ ؛ د.محمد فريد العريني ، مرجع سابق ، ص ٢٢٧- ٢٣٠ ؛ وقد حرصت أغلب التشريعات ، ومنها قانون الشركات الاتحادي لدولة الإمارات العربية المتحدة رقم ٨ لسنة ١٩٨٤ على تقرير حق المساهمين في الاطلاع .

أ. قائمة بأسماء المساهمين في الشركة .

ب. جداول الجرد والميزانية وحسابات الأرباح والخسائر للشركة لمناقشتها وإقرارها .

ج. التقرير الصادر عن مجلس إدارة الشركة ، مشفوعاً بتقرير مراجع الحسابات .

د. مشروعات القرارات المزمع عرضها على الجمعية العمومية للشركة .

هـ. بيان بالأعمال التي تتعارض مع مصالح الشركة .

و. المكافآت والمزايا لأعضاء مجلس إدارة الشركة .

وبإمكان المساهمين الاطلاع على المستندات المذكورة من خلال الوسائل التالية :[1]

أ. الاطلاع المباشر للمساهمين على مستندات الشركة .

ب. الاطلاع بوساطة الوكلاء عن المساهمين .

ج. الاطلاع بوساطة خبراء متخصصين عن المساهمين .

د. حصول المساهمين على صور المستندات .

هـ. إرسال المستندات للمساهمين بإحدى وسائل الاتصال .

٢. الرقابة الدائمة للمساهمين :

بالإضافة إلى حق الرقابة المقرر للمساهمين أثناء انعقاد الجمعية العمومية ، يحق لهم أيضاً رقابة في صورة أخرى وبشكل دائم على إدارة الشركة من خلال رقابة شخصية دائمة ، حيث يحق لأي من المساهمين في الشركة في أي وقت خلال السنة الاطلاع على دفاتر الشركة ووثائقها والرقابة على تصرفات أعضاء

---

(1) إلا أن القوانين المقارنة لم تتفق على جميع تلك الوسائل في تمكين المساهمين من الاطلاع على المستندات الخاصة بالشركة فاتخذت الموقف في التوسيع أو التضييق في إقرارها لتلك الوسائل ؛ د. حماد مصطفى عزب ، مرجع سابق ، ص ٦٣٢- ٦٣٤ .

مجلس الإدارة [١] ، بالإضافة إلى إقامة دعوى المسؤولية عليهم ، والحق في الطعن في القرارات التي تتخذ من قبل الجمعية العمومية للمساهمين .[٢]

ثانياً : الرقابة التي يمارسها مراجع الحسابات :

ولتمكين الجمعية العمومية في الرقابة على أعمال مجلس إدارة الشركة ونشاطاته خلال السنة الفائتة وتوقعاته للسنة القادمة ، أوجب المشرع تعيين جهة يتم اختيارها من قبل مجموع المساهمين في الشركة تقوم بمراجعة وتدقيق حساباتها وتقاريرها المالية وباقي المفردات المالية ، وتلك الجهة هي مراجع الحسابات بوصفه جهة محايدة ومستقلة في تنفيذ مهامها الموكلة لها من قبل الجمعية العمومية.

ونظراً للأهمية الكبيرة للتقارير المالية - التي تُعد من قبل مراجعي الحسابات - في بيان المركز المالي والاقتصادي للجهات المصدرة ، فقد أصبح لهؤلاء دور هام في الرقابة على تلك الجهات ومراجعة حساباتها وبياناتها ومستنداتها المالية بالشكل الذي يقدم الصورة الواضحة للجمعية العمومية لوضع تلك الجهة والظروف التي تحيط بها ، ومن خلال الدور الرقابي الذي منحه المشرع لمراجعي الحسابات لن تمر أي مخالفات أو تجاوزات على الجمعية العمومية للمساهمين دون أن تكشف من قبله إلا في حالة وجود تواطؤ بين القائمين على الجهة المصدرة ومراجع حساباتها ، وحينئذ تتحقق مسؤولية مراجع الحسابات عن ذلك التواطؤ بالإضافة إلى جهة الإدارة في الشركة المصدرة .

وتأتي أهمية تقرير الرقابة على أنشطة وعمل الجهات المصدرة للأوراق المالية وأجهزتها الإدارية لغرض توجيه تلك الجهات في أداء أدوارها الاقتصادية لما فيه مصلحة أطراف عديدة تأتي في مقدمتها المصلحة الوطنية للدولة ، وبالتالي

(1) انظر المادة ١٧٠ من قانون الشركات التجارية الاتحادي لدولة الإمارات العربية المتحدة رقم ٨ لسنة ١٩٨٤ .

(2) د. حماد مصطفى عزب ، مرجع سابق ، ص٦٣٧- ٦٤٠ .

فإن أي مخالفات ترتكب من قبل تلك الجهات أو منتسبيها تتجاوز أضرارها المساهمين فيها إلى المصالح الوطنية العليا للدولة تواجه من قبل المشرع بالجزاءات الرادعة ، ومن هذا المنطلق استلزم تدخل المشرع في توجيه الأنشطة الاقتصادية للجهات المصدرة وفي آليات وجودها وديمومتها وحتى في انقضائها بالشكل الذي يضمن احترام القواعد الآمرة للمشرع بما فيها تلك المتعلقة بالرقابة على أنشطتها .(١)

ويتمتع مراجع الحسابات باستقلالية خاصة تجنبه التأثر بالظروف المحيطة به في أداء مهامه ، وذلك لحماية مصالح المنشآت التي يتولى مراجعة حساباتها ، وقد تأكدت هذه الاستقلالية وضمان الحماية من خلال التدخل التشريعي الذي حرصت كافة التشريعات على تأكيده وعلى الدور الرقابي الذي يمارس من قبل مراجع الحسابات على منشآت الأعمال بمن فيها الجهات المصدرة للأوراق المالية ، ومن تلك القوانين القانون الإماراتي والقانون المصري .(٢)

ومن التشريعات الأخرى التي اهتمت بإضفاء تلك الحماية لمهنة مراجع الحسابات واستقلاليته في أداء مهامه الحسابية القانون الإنجليزي ، وذلك منذ صدور قانون الشركات لسنة ١٩٠٠ ، ثم تطور هذا الاهتمام في قانون ١٩٤٨ ، والذي اشترط الاحتراف في مهنة مراجع الحسابات ، وكذلك في ظل قانون عام ١٩٦٧ وحتى صدور قانون عام ١٩٨٥ حيث زادت في ظلهما اختصاصات مراجع الحسابات .(٣)

(1) د.محمود كبيش ، مرجع سابق ، ص ١١ .

(2) انظر المواد ٥٢ و ٥٣ و ٥٤ من قانون الشركات التجارية الاتحادي لدولة الإمارات العربية المتحدة رقم ٨ لسنة ١٩٨٤ ، وانظر في القانون المصري المواد من ١٠٣- ١٠٩ من قانون الشركات رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١ .

(3) د.علي سيد قاسم ، مرجع سابق ، ص ٣٢ .

الفرع الثاني

دور الرقابة الخارجية المباشرة في تطبيق مبدأ الإفصاح والشفافية

بالإضافة إلى الرقابة الداخلية التي تمارس من قبل كل من الجمعية العمومية ومراجع الحسابات على الجهات المصدرة للأوراق المالية ، وبيان حقيقة مركزها المالي والاقتصادي ، تمارس أيضاً على تلك الجهات رقابة خارجية مباشرة من قبل عدة أطراف نتناولها فيما يلي :

أولاً : رقابة الوزارة المختصة :

تمارس الوزارة التي توكل إليها مهمة الإشراف على الأنشطة المتعلقة بتداول الأوراق المالية الدور في الرقابة على تطبيق التشريعات المنظمة للبورصة بشكل عام ، وعلى حسن تطبيق مبدأ الإفصاح والشفافية بشكل خاص ، حيث تمارس وزارة الاقتصاد في دولة الإمارات العربية المتحدة مثلاً هذا النوع من الرقابة على البورصات المرخصة في الدولة .

وتمارس هذه الرقابة - ابتداءً - من خلال تولي الوزير المختص في أغلب الدول رئاسة مجالس إدارات الهيئات العامة للأوراق المالية التي تؤدي دوراً كبيراً في الرقابة على أنشطة البورصة ، بما فيها التأكد من حسن أداء الجهات الملزمة بالإفصاح عن المعلومات والبيانات المتعلقة بالأوراق المالية المتداولة ، بالإضافة إلى ما يصدر عنه بصفته رئيساً للهيئة العامة للأوراق المالية .

ويتشكل مجلس إدارة هيئة الأوراق المالية والسلع بالإضافة إلى رئاسة الوزير من خمسة أعضاء من ذوي الخبرة والاختصاص يرشحهم الوزير وعضو آخر رئيساً تنفيذياً للهيئة .[١]

---

(1) المادة ٦ من القانون الاتحادي رقم ٤ لسنة ٢٠٠٠ بشأن هيئة وسوق الإمارات للأوراق المالية والسلع المعدلة بموجب القانون الاتحادي رقم ٢٥ لسنة ٢٠٠٦ ، ويُشكل مجلس إدارة الهيئة بقرار من مجلس الوزراء في دولة الإمارات العربية المتحدة .

وبالتالي فإن للوزارة المختصة دوراً رقابياً في آن واحد في رصد الظواهر التي تشكل إخلالاً بأنظمة البورصة ، بما فيها الأنظمة الضامنة لتطبيق مبدأ الإفصاح والشفافية ، بالإضافة إلى الدور التشريعي .

أما في باقي الدول فنجد مثلاً في دولة الكويت أن وزارة التجارة والصناعة لديها سلطة الإشراف والرقابة على أنشطة وعمليات البورصة ، وذلك من خلال هيمنتها على سلطة الترخيص لطرح أية أوراق مالية – سواء أكانت كويتية أم غير كويتية – للاكتتاب العام داخل دولة الكويت ، حيث لا يجوز طرحها إلا بعد صدور ترخيص من وزير التجارة والصناعة [١] ، كما لا يجوز مزاولة عمليات بيع وشراء الأوراق المالية غير الكويتية أو حصص في صناديق استثمار أجنبية لحساب الغير إلا بعد صدور ترخيص من وزير التجارة والصناعة .[٢]

أما عن وزارة الاقتصاد والتجارة الخارجية المصرية فإن لها دوراً كبيراً في الرقابة على أنشطة البورصة ، وأيضاً من خلال إصدار الوزارة للائحة التنفيذية لسوق رأس المال المصري ، والتي تعد العمود الفقري لحياة البورصات المصرية .

كما أن هذا النوع من الرقابة يجد له تطبيقاً في المملكة الأردنية الهاشمية من خلال الرقابة التي قررها المشرع الأردني لكل من وزير الصناعة والتجارة ، وكذلك لمراقب الشركات في منحهما عدداً من الصلاحيات التي تمكنهما من التأكد من مدى التزام الشركة بواجباتها ، بما فيها واجبها في الإفصاح عن المعلومات .[٣]

---

(1) المادة ١ من المرسوم بالقانون رقم ٣١ لسنة ١٩٩١ في شأن تنظيم تداول الأوراق المالية وإنشاء صناديق الاستثمار (دولة الكويت) ، وتحدد اللائحة التنفيذية للمرسوم المذكور شروط وإجراءات إصدار هذا الترخيص وكيفية الاكتتاب في تلك الأوراق .

(2) المادة ٣ من المرسوم بالقانون رقم ٣١ لسنة ١٩٩١ في شأن تنظيم تداول الأوراق المالية وإنشاء صناديق الاستثمار (دولة الكويت) .

(3) المادة ٢٧٣ من قانون الشركات الأردني رقم ٢٢ لسنة ١٩٩٧ ؛ د.أكرم ياملكي ، القانون التجاري (الشركات) ، مرجع سابق ، ص ٣١٥ .

ثانياً : رقابة الهيئات العامة للأوراق المالية وإدارات البورصات :

نظراً لاعتبار الهيئات العامة للأوراق المالية وإدارات البورصات قنوات يتم انتقال المعلومات والبيانات المالية من خلالها من قبل الجهات الملزمة بالإفصاح إلى الجهات المستفيدة منه ، فإنها من ناحية ثانية تمارس دوراً رقابياً على بورصات الأوراق المالية ، وذلك بالإشراف على الأنشطة التي تمارس فيها ، وخاصة تلك المتعلقة منها بالرقابة على مدى الالتزام بالإفصاح والشفافية .

وسنأتي على تفصيل الدور الذي تضطلع بأدائه الهيئات العامة للأوراق المالية في كل من الولايات المتحدة الأمريكية وبريطانيا وفرنسا وفي دولة الإمارات العربية المتحدة وجمهورية مصر العربية ودولة الكويت والمملكة الأردنية الهاشمية من خلال الفقرات التالية .

١- دور لجنة مراقبة عمليات البورصة في الولايات المتحدة الأمريكية :

أنشئت لجنة مراقبة عمليات البورصة في الولايات المتحدة الأمريكية (SEC) (Securities Exchange Counsil) عام ١٩٣٤ بقرار من الكونغرس الأمريكي ، وذلك على أثر انهيار البورصات الأمريكية عام ١٩٢٩ ، والغرض من إنشاء هذه اللجنة هو لتنظيم عمليات البورصة والرقابة عليها ، وذلك لحماية المستثمرين من الممارسات غير المشروعة بما فيها حالات الغش والاحتيال ، والتعاملات الداخلية ، وتعقب المؤسسات والجهات المخالفة لقوانين وأنظمة البورصة ، إضافة إلى التأكد من إدارة البورصة بشكل سليم ونزيه ، ومعاقبة كل من يثبت عليه ارتكاب مخالفة معينة .[1]

٢- دور لجنة عمليات البورصة في فرنسا (COB) :

أنشأت لجنة عمليات البورصة (COB) (La Commission des

(1) مايكل سينمير ، مرجع سابق ، ص ٥٣- ٥٤ .

operations de bourse) سنة ١٩٦٧ ، ومهمتها تنظيم عمـل وأداء بورصـات الأوراق المالية الفرنسية من خلال فحـص التعـاملات ومتابعـة الأسعـار [١] ، بالإضافة إلى مهمة الإشراف على تطبيق الجهات المصدرة للأوراق المالية لمبـدأ الإفصاح والشفافية ، وإعلام السلطات القضائية عن الجهات غيـر الملتزمـة بهـذا الواجب [٢] ، كما تعمل اللجنة على حماية الادخار الفردي والجماعي مـن خـلال امتلاكها سلطة منح التراخيص المتعلقة بمؤسسات الاسـتثمار الجمـاعي وسـحبها وتصحيح الأخطاء القائمة [٣] ، وتمتلك اللجنة صلاحية توقيع الجزاءات الإداريـة والعقوبات المالية على من يخل بأنظمة البورصة .[٤]

٣- دور الهيئة العامة لسوق المال في جمهورية مصر العربية :

تأسست الهيئة العامة لسوق المال في مصر عام ١٩٧٩ واضـعة أمامهـا عدداً من الأهداف لتحقيقها ، من بينها مراقبة حسن قيام سوق رأس المال بوظائفه ، إلا أن الهيئة المذكورة لم يكن لديها الأدوات التي تمكنها من أدائها لوظائفها وتحقيق أهدافها ، الأمر الذي استلزم صدور القانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ بشأن سوق رأس المال المصري ، ومن ثم صدور لائحته التنفيذية في عام ١٩٩٣ .[٥]

(1) F. Auckenthler, Marches financiers, obligations d' intermediation et de concentration des operations sur instruments financiers admis aux negociations d'un marche' Reglement, JCP, n49, ed. E,3 decembre 1998, p 1914. نقلاً عن : د. مظهر فرغلي علي محمد ، مرجع سابق ، ص ٥٥

(2) j. Sain-Geours, L'information boursiere, petites affiches, n 71, du 15 juin 1994 ; H-J. Schroth, op. cit., petites affiches du 10 janvier 1996. ، نقلاً عن : د. مظهر فرغلي علي محمد ، مرجع سابق ، ص ٥٦ .

(3) Art 4, 15, *loi 2 juillet 1996* ; *Rapport annual de* la COB, 1990, p. 239 ; H-J. Schroth, op. cit., petites affiches du 10 janvier 1996
نقلاً عن : د. مظهر فرغلي علي محمد ، مرجع سابق ، ص ٥٦ .

(4) D. Vatel, A spects judiciaries et juridictionnels du pouvoir de sanction de la COB, Rev. Soc., 1994, n1 , janvier-mars, p.34.
نقلاً عن : د. مظهر فرغلي علي محمد ، مرجع سابق ، ص ٥٨ .

(5) الهيئة العامة لسوق المال المصري ، موسوعة القوانين واللوائح والقرارات المنظمة لسوق رأس المال ، بدون سنة نشر ، القاهرة ، مصر ، ص ١٢ .

ومنذ ذلك التاريخ أصبح لدى الهيئة العامة لسوق المال المصري الأدوات اللازمة لممارسة مهامها في الرقابة على البورصات المصرية ، بالإضافة إلى مهمة الإشراف على أنشطتها ومراقبة عمليات التداول بالشكل الذي يعمل على حماية المتعاملين ، ويعزز تطبيق مبدأ الإفصاح والشفافية مما يؤدي إلى زرع الثقة لدى كافة الأطراف ، ومنع أي ممارسات غير مشروعة .(١)

وضماناً لسلامة عمليات التداول في البورصة وحماية المستثمرين فيها فقد منح المشرع المصري لعدد من موظفي الهيئة صفة الضبطية القضائية ، بناءً على قرار يصدر من وزير العدل ، وبالاتفاق مع وزير الاقتصاد بتسميتهم في إثبات الجرائم المتعلقة بأنشطة البورصة ، كما أن لهم الحق في الاطلاع على كافة مستندات المنشأة الخاضعة للتفتيش في أي مكان توجد فيه ، ويجب على موظفي الجهات التي تتوفر لديها تلك المستندات تقديمها لهم وتزويدهم بصور عنها (٢) ، ويتعرض موظفو تلك الجهات للعقاب في حالة عدم تمكين موظفي الهيئة من ممارسة مهامهم تلك .(٣)

٤- دور لجنة سوق الكويت للأوراق المالية :

نص المشرع الكويتي في التشريعات المنظمة لبورصة الأوراق المالية على عدد من السلطات للجهات الإدارية في سوق الكويت للأوراق المالية ، تتمحور حول الرقابة على التعاملات التي تتم في السوق ، ومن تلك السلطات ما قرره المشرع في وجوب حضور مراقب أو أكثر من جهة إدارة السوق في القاعة خلال جلسات التداول وبصورة مستمرة ، لغرض إخطار مدير السوق أو من يفوضه بالمعاملات المتنازع بشأنها لاتخاذ ما يلزم من قرارات أو إجراءات .(٤)

---

(1) انظر المادة ٤٣ من قانون سوق رأس المال المصري رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٥ ، والمادتين ٩٣ و ٩٤ من اللائحة التنفيذية للقانون المذكور .

(2) المادة ٤٩ من قانون سوق رأس المال المصري رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢.

(3) المادة ٦٥ من قانون سوق رأس المال المصري رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢.

(4) المادة ٣٣ من اللائحة الداخلية لسوق الكويت للأوراق المالية لسنة ١٩٨٣ .

كما يمتلك جهاز التسعير في السوق حق الرقابة على حركة التداول والأسعار بالشكل الذي يؤمن انتظام معاملات التداول واستقرارها .[١]

وقد تم اتخاذ جملة من السياسات والإجراءات من قبل إدارة سوق الكويت للأوراق المالية لتنظيم العمل في السوق لغرض مواجهة جميع الحالات الاستثنائية وفي عدة مجالات ، كان من أهمها تفعيل الدور الرقابي للسوق ، حيث قامت الإدارة المذكورة بإنشاء إدارة متخصصة للمتابعة من خلال متابعة الإفصاح اليومي عن أخبار الجهات المدرجة ، وتفعيل الرقابة من خلال عدد من الإجراءات التي تصب في تحقيق تطبيق مبدأ الإفصاح والشفافية من قبل جميع أعضاء السوق [٢] ، وتلك الإجراءات تتلخص في :

أ- اعتماد النظام الآلي في الرقابة .

ب- الرقابة على إنشاء صناديق الاستثمار ، والرقابة على عمليات تداول أوراقها المالية .

ج. الرقابة والتفتيش على عمليات تداول أسهم المحافظ الاستثمارية ، والتنسيق مع بنك الكويت المركزي لاعتماد قواعد الرقابة على تلك العمليات .

د. إعداد نماذج جديدة لتقوم الجهات المدرجة بالاستناد عليها في إفصاحها عن نتائجها المالية .

ومع كل تلك السياسات والإجراءات من قبل إدارة السوق ، إلا أنه ينقص سوق الكويت للأوراق المالية هيئة عليا تمارس مهمة الإشراف والرقابة ، ويكون لها دور تشريعي في إقرار التشريعات المنظمة للتعاملات فيها ، وذلك على غرار ما هو موجود في أغلب الدول .

---

(1) المادة ٣٤ من اللائحة الداخلية لسوق الكويت للأوراق المالية لسنة ١٩٨٣ .

(2) د.ناصر جاسم الصانع ، تطوير سوق الكويت للأوراق المالية ، بحث مقدم ضمن أعمال مؤتمر أوضاع سوق الأوراق المالية في الكويت ، برعاية مكتب المقاطع وشركاهم للمحاماة والاستشارات القانونية ، دولة الكويت ، ٢٠٠٥/١٢/١٩ ، ص ١٣- ١٤ .

٥- دور هيئة الأوراق المالية الأردنية :

تأسست هيئة الأوراق المالية في الأردن عام ١٩٩٧ [١] ، حيث كانت ترمي من إنشائها تحقيق الأهداف التالية [٢]

أ. حماية المستثمرين في الأوراق المالية .

ب. تنظيم البورصة وتطويرها بالشكل الذي يكفل تحقيق العدالة والكفاءة والشفافية.

ج. حماية البورصة من المخاطر المحدقة بها .

وتمتلك الهيئة في سبيل تحقيق هذه الأهداف الصلاحيات التالية :[٣]

أ. تنظيم ومراقبة إصدار الأوراق المالية والتعامل بها .

ب. ضمان إفصاح المصدرين بشكل كامل ودقيق عن المعلومات الجوهرية اللازمة للمستثمرين .

ج. تنظيم ومراقبة الإفصاح .

د. تنظيم شؤون الترخيص والاعتماد ومراقبة أعمال المرخص لهم والمعتمدين في البورصة .

هـ. تنظيم ومراقبة البورصات ومركز إيداع الأوراق المالية .

و. تنظيم صناديق الاستثمار المشترك وشركات الاستثمار .

ويتولى إدارة الهيئة والإشراف على شؤونها مجلس يدعى بـ (مجلس مفوضي الهيئة) يتشكل من خمسة أعضاء يدعون بالمفوضين [٤] ، ويتولى المجلس الصلاحيات اللازمة لتحقيق الأهداف المقررة للهيئة .[٥]

---

(1) بموجب المادة ٦ من قانون الأوراق المالية الأردني المؤقت رقم ٢٣ لسنة ١٩٩٧ والذي ألغي ، وحل محله قانون الأوراق المالية ٧٦ لسنة ٢٠٠٢ وخضع وجود الهيئة على أساسه وفقاً للمادة ٧ من نفس القانون .

(2) المادة ٨ / أ من قانون الأوراق المالية الأردني رقم ٧٦ لسنة ٢٠٠٢ .

(3) المادة ٨ / ب من قانون الأوراق المالية الأردني رقم ٧٦ لسنة ٢٠٠٢ .

(4) المادة ١٠ من قانون الأوراق المالية الأردني رقم ٧٦ لسنة ٢٠٠٢ .

(5) المادة ١١ من قانون الأوراق المالية الأردني رقم ٧٦ لسنة ٢٠٠٢ .

٦. دور هيئة الأوراق المالية والسلع في دولة الإمارات العربية المتحدة :

تضطلع هيئة الأوراق المالية والسلع في دولة الإمارات العربيــة المتحــدة بدور رقابي على أعمال وأنشطة البورصات المرخصة في الدولــة ، ودور الهيئــة في الدولة يتفرع إلى شقين : أولهما دور تنظيمي لأنشطة بورصات الأوراق المالية والرقابة عليها وعلى الجهات المرتبطة بها من جهات مصدرة وشــركات وســاطة مالية ومستثمرين ، ودور آخر تشريعي من خلال الأنظمة واللوائح التــي تــصدر عنها لتنظيم هذا النشاط .[1]

وقد استحدث المشرع الإماراتي في القانون الاتحادي رقم ٤ لــسنة ٢٠٠٠ بشأن هيئة وسوق الإمارات للأوراق المالية والسلع الذي أنشئت بموجبــه الهيئــة ، مجلس إدارة يتولى إدارة الهيئة ، يتم إنشاؤه بقرار من مجلــس الــوزراء يرؤســه وزير الاقتصاد [2] ، ومن بين صلاحيات مجلس الإدارة قيامه بممارسة الصلاحيات اللازمة للتأكد من الشفافية ونظام الإفــصاح علــى النحــو المقــرر فــي القــانون والقرارات التنفيذية ، بالإضافة إلى دوره في إلزام الأسواق المرخصة فــي الدولــة باتخاذ الإجراءات اللازمة لقيام الشركات المدرجة أوراقها المالية فيهــا بالإفــصاح الفوري عن المعلومات الجوهرية .[3]

وتمارس هيئة الأوراق المالية والسلع دوراً رقابياً علــى جميــع أعــضاء البورصة بمن فيهم الجهات المدرجة ، وذلك من خلال المفتشين المعينين مــن قبلهــا ، وحقهم في دخول مكاتب الأعضاء وطلب أية بيانات تتعلق بأنشطتهم واستخراج أي مستند ذي صلة بالتفتيش وأخذ أي نسخ من تلك المستندات .[4]

---

(1) المادة ٣ من القانون الاتحادي رقم ٤ لسنة ٢٠٠٠ بشأن هيئة وسوق الإمارات للأوراق المالية والسلع والتي أشارت إلى الأهداف المبتغاة من إنشاء الهيئة ، بينما أشارت المادة ٤ من نفس القانون إلى الصلاحيات الممنوحة لها لتحقيق تلك الأهداف ، ومن ضمن تلك الصلاحيات وضع الأنظمة بالتشاور والتنسيق مع الأسواق المرخصة في الدولة ومنها النظام الخاص بالإفصاح والشفافية .

(2) المادة ٦ من القانون الاتحادي رقم ٤ لسنة ٢٠٠٠ بشأن هيئة وسوق الإمارات للأوراق المالية والسلع ، وقد أشارت المادة ١٢من القانون نفسه إلى جملة الاختصاصات التي يمارسها مجلس إدارة هيئة الأوراق المالية والسلع .

(3) المادة ١٢ من القانون الاتحادي رقم ٤ لسنة ٢٠٠٠ بشأن هيئة وسوق الإمارات للأوراق المالية والسلع .

(4) انظر المادة ١٣ من قرار هيئة الأوراق المالية والسلع في دولة الإمارات العربية المتحدة رقم ٢ لسنة ٢٠٠٠ بشأن النظام الخاص بعضوية السوق .

الفرع الثالث
دور الرقابة الخارجية غير المباشرة
في تطبيق مبدأ الإفصاح والشفافية

تتوزع الرقابة الخارجية غير المباشرة التي تمارس على التعاملات في بورصة الأوراق المالية من خلال ثلاثة محاور ، فهناك رقابة تشريعية تمارسها البرلمانات ، ورقابة ثانية مالية تمارسها البنوك المركزية وبعض المؤسسات المالية الرقابية ، ورقابة ثالثة هي رقابة وسائل الإعلام والرأي العام ، وهذه الصور الثلاث من الرقابة غير المباشرة سوف نتناولها تباعاً كما يأتي :

أولاً : الرقابة التشريعية :

يقصد بالرقابة التشريعية في نطاق بورصة الأوراق المالية ، الرقابة التنظيمية لأنشطة بورصة الأوراق المالية في صورة سن التشريعات المنظمة لإصدار الأوراق المالية والاكتتاب فيها وإدراجها وتداولها في البورصة وتوفير المعلومات بشكل كافٍ وعادل ، والرقابة على الأطراف المرتبطة بهذا النشاط والتأكد من مدى تقيدها بالتشريعات المنظمة للبورصة بما فيها تلك المتعلقة بمتطلبات الإفصاح والشفافية ، واقتراح وسن القوانين وتعديلها بما يتلائم مع التطور الحاصل في هذا المجال ، وسد النقص الموجود في التشريعات ذات الصلة بالبورصة بما يكفل استقرارها والحفاظ على الثقة في المعاملات التي تجري فيها .

ومن التطبيقات للرقابة التشريعية على أنشطة بورصات الأوراق المالية ، إنشاء إدارات خاصة تعنى بالرقابة على عمليات التداول ، ومنها على سبيل المثال إدارة الإدراج والإفصاح في هيئة الأوراق المالية والسلع في دولة الإمارات العربية المتحدة ، بالإضافة إلى ما يماثل تلك الإدارات في الأسواق المرخصة في الدولة ، والمنهج نفسه مُتبع لدى الهيئات العامة للأوراق المالية وإدارات البورصات في

الدول الأخرى ، كما هو الحال في مصر ممثلاً في الهيئة العامة لسوق المال المصري ولدى إدارات أسواق رأس المال المصرية ، وغيرها من البورصات في الدول الأخرى .

ثانياً : الرقابة المالية :

قبل صدور القانون الاتحادي رقم ٢٥ لسنة ٢٠٠٦ بشأن تعديل بعض مواد القانون الاتحادي رقم ٤ لسنة ٢٠٠٠ بشأن هيئة وسوق الإمارات للأوراق المالية والسلع كان يضم مجلس إدارة الهيئة عضواً واحداً يمثل المصرف المركزي ، وبالتالي كان للمصرف قبل التعديل المذكور دوراً رقابياً على بورصات الأوراق المالية بشكل عام ، وعلى تطبيق مبدأ الإفصاح والشفافية بشكل خاص ، إلا أنه وبعد التعديل الذي تم على المادة المذكورة أصبح مجلس إدارة هيئة الأوراق المالية والسلع يضم ستة أعضاء يرشح وزير الاقتصاد منهم خمسة من ذوي الخبرة والاختصاص .[1]

ويكون لمصرف الإمارات المركزي دوراً رقابياً خارج نطاق البورصة يتمثل في مراقبة الأموال المستثمرة في الدولة بشكل عام ، وتلك التي تستثمر بشكل خاص في الأوراق المالية ، وذلك من خلال قوانين مكافحة غسل الأموال ، حيث تسعى الدول بخطى حثيثة في طريق وضع التشريعات وإبرام الاتفاقيات الثنائية والجماعية ، وذلك لرصد تحركات الأموال المتحصلة من أفعال إجرامية ، ومعاقبة فاعليها .

كما يمارس المصرف المركزي أيضاً دوراً رقابياً على شركات الاستثمار التي تكون أغراضها الأساسية توظيف واستثمار الأموال سواء لحسابها أو لحساب الغير ، وذلك واضح في التشريعات المنظمة للبنوك والمصارف المركزية في الدول المختلفة .

---

(1) المادة ٦ من القانون الاتحادي رقم ٤ لسنة ٢٠٠٠ بشأن هيئة وسوق الإمارات للأوراق المالية والسلع المعدلة بموجب القانون الاتحادي رقم ٢٥ لسنة ٢٠٠٦ .

ومن جهته فقد قرر المشرع الإماراتي هذه الرقابة للبنك المركزي حيث ألزم شركات الاستثمار بتزويد مصرف الإمارات المركزي بنسخة معتمدة من حساباتها الختامية ، وذلك خلال فترة لا تتجاوز ثلاثة أشهر من انتهاء سنتها المالية [١] ، بالإضافة إلى إلزامها بتزويده بأية بيانات أو معلومات أو إحصاءات قد يطلبها منها في أي وقت وعن أي فترة محددة ، وبشكل عام فإن على شركة الاستثمار الالتزام بتشريعات الدولة ، وأنظمة المصرف المركزي .[٢]

كما استحدث المشرع الإماراتي وحدة خاصة بمصرف الإمارات المركزي تدعى بـ "وحدة المعلومات المالية " تتولى مواجهة عمليات غسل الأموال والحالات المشبوهة ، وتقوم كافة المنشآت المالية والمنشآت المالية الأخرى والتجارية والاقتصادية ذات الصلة في الدولة بإرسال تقارير المعاملات المشبوهة إليها .[٣]

أما في دولة الكويت فقد اشترط المشرع فيها على شركات الاستثمار إخطار البنك المركزي بأي تعديل تنوي إجراءه على عقد التأسيس الخاص بها أو نظامها الأساسي .[٤]

كما اشترط المشرع الكويتي موافقة بنك الكويت المركزي قبل إصدار وزير التجارة والصناعة الترخيص للشركات الخاضعة لرقابة البنك بمزاولة عمليات بيع وشراء الأوراق المالية غير الكويتية لحساب الغير [٥] ، وأخضع تلك الشركات والوكلاء المرخص لهم بمزاولة عمليات البيع والشراء لرقابة البنك

---

(1) المادة ١٢- ٣ / ك ، ل من القرار الصادر عن مجلس إدارة المصرف المركزي لدولة الإمارات العربية المتحدة رقم ١٦٤/ ٨ / ٩٤ بشأن نظام شركات الاستثمار المالية ومؤسسات وشركات الاستشارات المصرفية والمالية والاستثمارية .

(2) المادة ١٢- ٣ / س من القرار الصادر عن مجلس إدارة المصرف المركزي لدولة الإمارات العربية المتحدة رقم ١٦٤/ ٨ / ٩٤ بشأن نظام شركات الاستثمار المالية ومؤسسات وشركات الاستشارات المصرفية والمالية والاستثمارية .

(3) المادة ٧ من القانون الاتحادي لدولة الإمارات العربية المتحدة رقم ٤ لسنة ٢٠٠٢ بشأن تجريم غسل الأموال .

(4) المادة ٩ / ١ من القرار الوزاري لسنة ١٩٨٧ بشأن تنظيم رقابة بنك الكويت المركزي على شركات الاستثمار ، دولة الكويت .

(5) المادة ٤ من المرسوم بالقانون رقم ٣١ لسنة ١٩٩١ في شأن تنظيم تداول الأوراق المالية وإنشاء صناديق الاستثمار ، دولة الكويت .

المركزي ، بالإضافة إلى وزارة التجارة والصناعة .[1]

ومن خلال ذلك الإشراف والرقابة من قبل البنك المركزي الكويتي على أعمال البورصة وعمليات البيع والشراء للأوراق المالية ، فإن بإمكان البنك المركزي الرقابة على تطبيق مبدأ الإفصاح والشفافية بما يحقق تطبيق قوانين وأنظمة البورصة بشكل عام ، وتلك المتعلقة بمبدأ الإفصاح والشفافية بشكل خاص ، وبما يحقق الاستقرار فيها .

كما توجد من الأجهزة الحكومية التي منحها المشرع في بعض الدول سلطة رقابية ما يوازي رقابة البنك المركزي ، كما هو الحال في دولة الكويت في الدور الذي يمارسه ديوان الرقابة المالية الذي يدخل ضمن اختصاصاته الرقابة على أنشطة بورصة الأوراق المالية .

ومثل هذا الاختصاص منحه المشرع العراقي أيضاً لديوان الرقابة المالية وفقاً لنظام شركات الاستثمار المالي العراقي رقم ٥ لسنة ١٩٩٨ الصادر بالاستناد للمادة ٩/٢ من قانون الشركات العراقي رقم ٢١ لسنة ١٩٩٧ ، وبناءً على طلب من البنك المركزي العراقي بالقيام بمهمة الرقابة والتدقيق على حسابات الشركات الخاضعة لأحكام هذا النظام وفقاً لقانون الشركات العراقي .[2]

ويمارس البنك المركزي العراقي الرقابة على شركات الاستثمار المالي من خلال التزام الشركات الخاضعة لأحكامه بتزويد البنك المذكور بالمعلومات والبيانات والجداول والموازنات التي تتعلق بحساباتها وأنشطتها المختلفة في المواعيد التي يحددها لها البنك المذكور .[3]

---

(1) المادة ٥ من المرسوم بالقانون رقم ٣١ لسنة ١٩٩١ في شأن تنظيم تداول الأوراق المالية وإنشاء صناديق الاستثمار ، دولة الكويت .

(2) المادة ١١/ ب من نظام شركات الاستثمار المالي العراقي رقم ٥ لسنة ١٩٩٨ الصادر بالاستناد للمادة ٩ / ٢ من قانون الشركات العراقي رقم ٢١ لسنة ١٩٩٧ .

(3) المادة ٧ من نظام شركات الاستثمار المالي العراقي رقم ٥ لسنة ١٩٩٨ الصادر بالاستناد للمادة ٩ / ٢ من قانون الشركات العراقي رقم ٢١ لسنة ١٩٩٧ .

كما أوجب المشرع العراقي أيضاً على شركات الاستثمار المالي أن تقوم بإعلام البنك المركزي العراقي وبشكل فوري عن أي خسارة يتعرض لها رأس مال الشركات المذكورة .[1]

ثالثاً : الرقابة الإعلامية :

تؤدي وسائل الإعلام مهاماً إستراتيجية في الرقابة على الأنشطة الاقتصادية بشكل عام ، وأنشطة البورصة بشكل خاص ، وذلك لما لها من أهمية كبيرة في وقتنا الراهن ، كونها تعكس موقف الرأي العام من قضايا متعددة ، وتتوزع صور هذا النوع من الرقابة بين صحف ومجلات وقنوات تلفازية وإذاعية ومواقع على شبكة الانترنت .

وتتمثل رقابة وسائل الإعلام على أنشطة البورصة من خلال محورين ، يتحقق أولهما عن طريق نشر أخبار البورصة من أسعار الأوراق المالية ، وتحليلات وتصريحات صحفية وتقارير ونشرات دورية وفورية بالإضافة إلى إعلام الجمهور بكافة التفاصيل عن أوضاع هذا النشاط ليتمكنوا من الإطلاع عليها ونقدها في ذات الوقت .

أما المحور الثاني الذي عن طريقه تتحقق الرقابة على أنشطة البورصة فهو رصد الأجهزة الإعلامية للمظاهر والممارسات غير المشروعة التي تحدث في البورصة من عدم إفصاح أو إفصاح كاذب أو تعاملات داخلية أو مضاربات غير مشروعة ، ومهمة الإعلام هنا تتلاقى مع دور القضاء في التصدي لأي إخلال قد يقع في هذا النشاط ، بل هي تساعد في أحيان كثيرة القضاء على كشف الحقائق من خلال ما تكشفه من وقائع وممارسات .

إلا أن وسيلة الإعلام تعد سلاحاً ذا حدين ، لذلك يجب أن تستخدم هذه الوسيلة بما يحقق المصداقية في الرقابة ، وذلك من خلال نقل المعلومة بشكل سليم ،

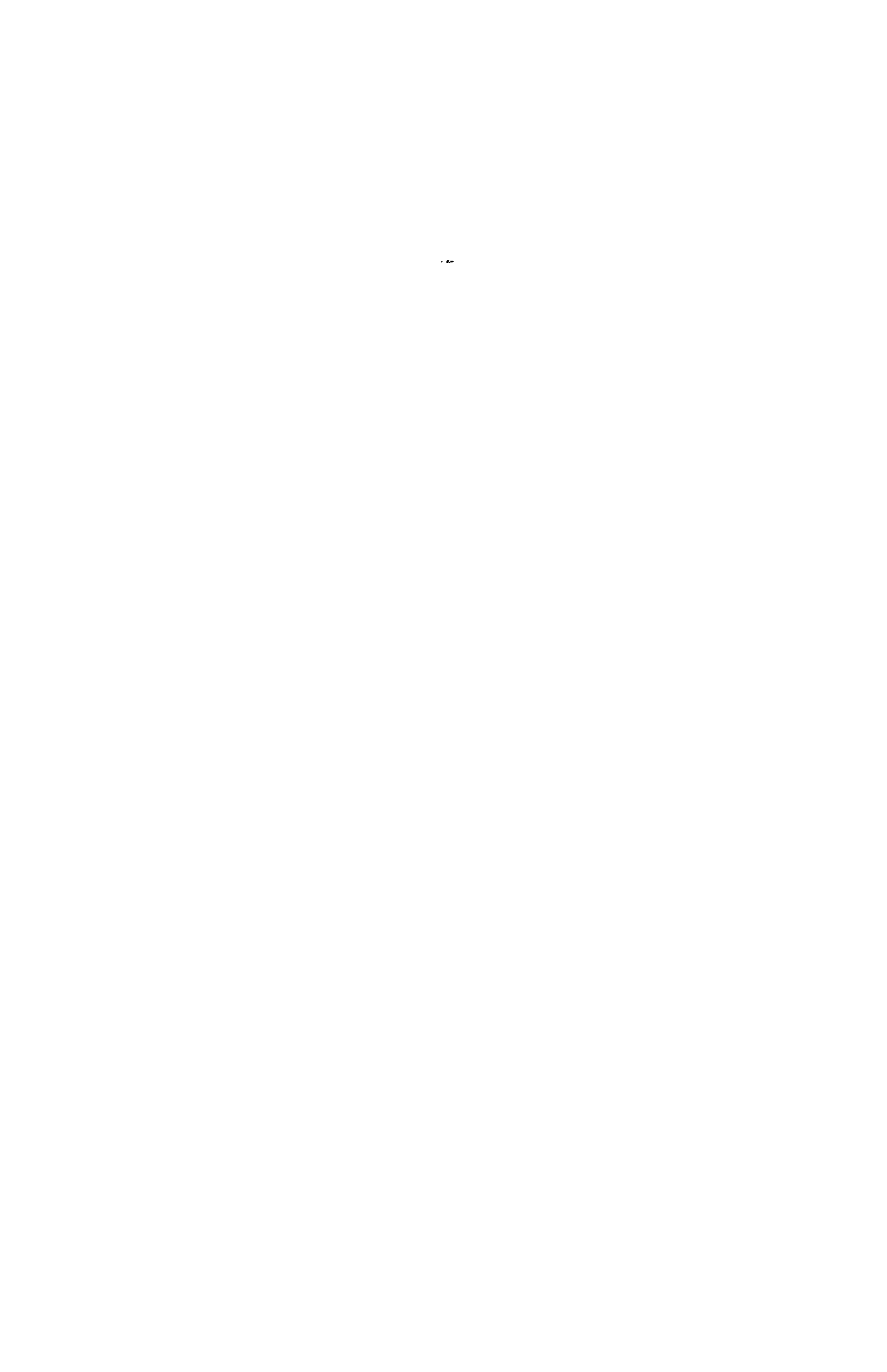
(1) المادة ٨/ ب- أولا من نظام شركات الاستثمار المالي العراقي رقم ٥ لسنة ١٩٩٨ .

وتحري الحقيقة من وراء الخبر ، فإذا ما روعيت تلك المتطلبات في وسائل الإعلام غدت أداة رقابية فاعلة في الاقتصاد القومي ، بما يحقق الغاية المرجوة من إقـرار أنشطة البورصة .

وبالانتهاء من بيان ماهية مبدأ الإفصاح والـشفافية ونطـاق تطبيقـه فـي المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية ، ننتقل إلى الفصل الثـاني لتنـاول موضـوع الإخلال بالإفصاح والشفافية في بورصة الأوراق المالية ، من خلال دراسة مظاهر هذا الإخلال والنتائج المترتبة عليه من ممارسات غيـر مـشروعة ، ثـم دراسـة الوسائل الكفيلة بمواجهة هذا الإخلال .

الفصل الثاني

الإخلال بالإفصاح والشفافية في بورصة الأوراق المالية والوسائل الكفيلة بمواجهته



الفصل الثاني

الإخلال بالإفصاح والشفافية

في بورصة الأوراق المالية والوسائل الكفيلة بمواجهته

تمهيـــد وتقسيـــم :

تُعدّ الجهات المصدرة للأوراق المالية – بمـا فيهـا شـركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم – من العناصر الأساسية التـي تقـوم عليهـا أنـشطة بورصات الأوراق المالية بشكل خاص والأنشطة الاقتصادية لكافة الدول بشكل عـام ، ويرتبط نجاح الجهات المصدرة للأوراق المالية بالأساليب التـي تتّبعُهـا الأجهـزة الإدارية التابعة لها في الإدارة والتطـوير ، بالإضـافة إلـى الثقـة التـي يوليهـا المستثمرون والمساهمون بشكل خاص لتلك الأجهزة والإدارات ، ونزاهة العـاملين لديها ، بالإضافة إلى تأمين إيصال المعلومات للمستثمرين بشكل عادل ، حيث تُعـد تلك من العناصر الرئيسة التي يقوم عليها مبدأ الشفافية بالإضافة إلى الإفصاح فـي بورصات الأوراق المالية في جميع الدول بلا استثناء .(١)

ويُعد تطبيق مبدأ الإفصاح والشفافية في المعلومات فـي نطـاق التعامـل بالأوراق المالية المدرجة في البورصة كلاً لا يتجزأ ، فإذا ما أصـاب أي عنـصر من عناصر هذا المبدأ خلل في التطبيق نتج عنه خلل للمبدأ ككل ، مما يـؤثر سـلباً في البورصة بالشكل الذي يمتد أثره على الاقتصاد الوطني كلاً ، بل قد يؤثر سـلباً في عدد من البورصات لمجموعة من الدول ، لذلك فإن الحرص على حسن تطبيق هذا المبدأ فيه النفع للجميع .

وبالرغم من تكثيف كافة الجهود – الحكومية وغير الحكومية – في كافـة الدول في سبيل الحد من مظاهر الإخلال باستقرار بورصات الأوراق المالية ، فـلا

(1) د.حسين فتحي ، تعاملات المطلعين على أسرار أسهم الشركـة ، دار النهضة العربية ، القاهرة ، مصر ، ١٩٩٦ ، ص ٣ .

يزال هناك من يعمل على تقويض الاستقرار في تلك البورصات من خلال بعض الممارسات التي تشكل إخلالاً بالتشريعات المنظمة لبورصات الأوراق المالية بشكل عام ، ولقواعد الإفصاح والشفافية بشكل خاص .

وتستهدف تلك الممارسات كافة محاور بورصات الأوراق المالية ، مما يشكل المساس بها خطراً محدقاً باستقرارها ، وبمصالح جمهور المتعاملين فيها ، وباقتصاد الدول بشكل عام ، ومن بين تلك الممارسات وأخطرها على استقرار البورصة ما يمس بشكل جوهري قواعد الإفصاح والشفافية ، نظراً لارتباط هذا المبدأ بجميع أركان البورصة .

وتشكل تلك الممارسات خطراً كبيراً على كيان البورصة وعلى حقوق عدد كبير من المتعاملين فيها من خلال تأثيرها السلبي الذي يتمثل في ناحيتين : فهي من ناحية تعتبر في حد ذاتها إخلالاً بواجب الإفصاح والشفافية بشكل خاص وبالتشريعات المنظمة للبورصة بشكل عام ، كما في حالات عدم الإفصاح أو التأخير فيه ، والإفصاح غير الكامل عن بعض المعلومات والبيانات ، وحالات الإفصاح الكاذب ، بالإضافة إلى حالات التعامل الداخلي (Insider Trading) ، وهي تعمل من ناحية ثانية في التمهيد والمساعدة على ظهور بعض الممارسات غير المشروعة في البورصة والتي بدورها تشكل خطراً على استقرارها وتطورها بشكل عام ، ومن تلك الممارسات حالات نشر وترويج الشائعات ، والمضاربات غير المشروعة أو التلاعب بأسعار الأوراق المالية والقيام بعمليات وهمية ، وجميع تلك الممارسات يهدف مرتكبوها إلى جني أرباح غير مشروعة على حساب المتعاملين ، وجميعها تعمل على تقويض البورصة وإشاعة الفوضى والتأثير سلبياً في ثقة المستثمرين ، بالشكل الذي يؤدي إلى حدوث أزمات لا مبرر لها قد تؤدي إلى انهيار في أسعار الأوراق المالية وخسائر للمستثمرين .

لذلك درج المشرعون في جميع الدول - بمن فيهم المشرع الإماراتي - على إقرار الرقابة على بورصات الأوراق المالية ، وذلك لتحقيق الانضباط في

التعامل بالأوراق المالية ، ومواجهة صور الإخلال وخاصة ما يمس بشكل خاص تطبيق مبدأ الإفصاح والشفافية ، من خلال عددٍ من التشريعات المنظمة للبورصات وضبط التعامل فيها والعمل على إقرار أنظمة رقابية حازمة .

وأول الدول التي سارعت في إقرار التشريعات المنظمة لأنشطة البورصة بشكل عام ، ووضع الآليات المناسبة لمواجهة الممارسات غير المشروعة فيها بشكل خاص ، هي الولايات المتحدة الأمريكية من خلال إقرار المشرع الأمريكي لعدد من التشريعات في هذا المجال وذلك على إثر الانهيار الذي تعرضت له البورصات الأمريكية والاقتصاد الأمريكي عام ١٩٢٩ ، وفي مقدمة تلك التشريعات قانون الأوراق المالية الصادر عام ١٩٣٣ (Securities Act of 1933) ، ثم تلاه صدور قانون بورصة الأوراق المالية عام ١٩٣٤ (Securities Exchange Act of 1934) الذي عالج من بين أحكامه مسائل متعددة منها : تحديد جهة الإشراف على تنفيذ القانون بلجنة الأوراق المالية والبورصة والتي صدر بها قرار من رئيس الولايات المتحدة الأمريكية واعتمده الكونغرس ، وامتداد ولاية القانون الجديد لتشمل السوق الثانوية (سوق التداول) بعدما كان القانون السابق يقصرها على السوق الأولية (سوق الإصدار) بالإضافة إلى بعض الأحكام المتعلقة بالرقابة على التعامل في الأوراق المالية لمحاربة الممارسات غير المشروعة في البورصة والتي عهد بها إلى اللجنة الجديدة .[1]

أما الدول العربية فنظراً لأنها حديثة العهد بالتشريعات المنظمة لبورصات الأوراق المالية بالرغم من أن بعضها قديمة الوجود ، إلا أن بعضها استفاد من تجارب الدول التي سبقتها في هذا المضمار ، وضمنّت تشريعاتها نصوصاً حظرت بموجبها جميع صور الإخلال بالتشريعات المنظمة لبورصة الأوراق المالية ، بما فيها المتعلقة بتطبيق مبدأ الإفصاح والشفافية ، بينما استفاد البعض منها من تجارب سابقة لها في بعض الأزمات التي مرت بها أسواقها ، كما حصل في دولة الكويت

---

(1) انظر في تفصيل ذلك : د.منير إبراهيم هندي ، الأوراق المالية وأسواق رأس المال ، مرجع سابق ، ص ١٨٢-١٩٦.

عند وقوع أزمة سوق المناخ ، حيث سرّعت تلك الأزمة في إقرار الحكومة الكويتية لعددٍ من التشريعات المنظمة لسوق الكويت للأوراق المالية .

وبالرغم من الاهتمام الكبير من قبل جهات متعددة – سواءً أكانت حكومية أم غير حكومية – لمواجهة حالات الإخلال بمبدأ الإفصاح والشفافية في البورصة ، إلا أن ذلك لم يمنع بعض المتربصين بهذا النشاط من ارتكاب الأفعال التي قد تصل في بعض الأحيان إلى حد الجريمة ، لذلك يتوجب على الجميع ممن يضطلع بدور في هذه المواجهة تشخيص تلك الحالات من الإخلال ، وبيان مسبباتها من أجل وضع التشريعات والآليات الكفيلة بمواجهتها وتكون على قدرٍ عالٍ من الكفاءة بالشكل الذي يمنع حدوثها في المستقبل أو على أقل تقدير يحدّ من تأثيراتها السلبية.

ولكي يحاط هذا الموضوع من كافة جوانبه سوف يتناول الباحث في هذا الفصل بدايةً مظاهر الإخلال بمبدأ الإفصاح والشفافية في بورصة الأوراق المالية ، والتي تتضمن حالات عدم الإفصاح عن المعلومات ، والإفصاح الكاذب أو المضلل ، والتعامل الداخلي (Insider Trading) ، ثم ينتقل الباحث إلى دراسة الممارسات غير المشروعة الناتجة عن الإخلال بالإفصاح والشفافية في البورصة ، ومن خلال بحث هذين الموضوعين سوف يتم التطرق إلى الجزاءات المترتبة على ارتكاب تلك المظاهر والممارسات غير المشروعة .

لذلك سيتم تناول هذا الموضوع في المبحثين التاليين :

المبحث الأول : مظاهر الإخلال بالإفصاح والشفافية في بورصة الأوراق المالية والوسائل الكفيلة بمواجهتها .

المبحث الثاني : الممارسات غير المشروعة الناتجة عن الإخلال بالإفصاح والشفافية والوسائل الكفيلة بمواجهتها .

المبحث الأول

مظاهر الإخلال بالإفصاح والشفافية
في بورصة الأوراق المالية والوسائل الكفيلة بمواجهتها

تمهيـد وتقسيـم :

سبقت الإشارة إلى أن مظاهر الإخلال بأنظمة الإفصاح والشفافية في بورصة الأوراق المالية تتجه إلى اتجاهين متوازيين ، يتخذ الاتجاه الأول صورة مظاهر غير مشروعة تخل بتلك القواعد بشكل أساسي ، بينما يتخذ الاتجاه الثاني صور بعض الممارسات غير المشروعة التي تعدّ نتيجة حتمية لما قد تعاني منه البورصة من إخلال بقواعد الإفصاح والشفافية ، كما تشكل في الوقت ذاته خرقاً لتشريعات البورصة بشكل عام ، وسيتناول الباحث في هذا المبحث الاتجاه الأول الذي يتمثل في المظاهر المخلة بالإفصاح والشفافية بشكل أساسي ، ومن خلال دراسة تلك المظاهر سوف يتم تناول وسائل المواجهة التي تساعد على الحد من تلك المظاهر والممارسات غير المشروعة ومواجهتها للقضاء عليها أو الحد منها ، وذلك حفاظاً على حقوق المتعاملين واستقراراً للبورصة بشكل خاص والاقتصاد الوطني بشكل عام .

ويظهر في الواقع العملي ومن خلال الدراسة والبحث حدوث تلك المظاهر والممارسات أو بعضها بمستويات متفاوتة في بورصات الأوراق المالية ، تبعاً لقوة أو ضعف النظام الرقابي والعقابي في مواجهة تلك الممارسات ، ولكن لا تخلو بورصة ما من أحد تلك المظاهر غير المشروعة .

ونظراً للدور المميز الذي تؤديه المعلومات في التأثير في كفاءة بورصة الأوراق المالية ، والذي يتمثل في كمية ونوعية المعلومات المتاحة لعموم

المستثمرين دون عناء ، بالإضافة إلى سرعة وصول تلك المعلومات إليهم [١] ، فإذا ما تحقق خلل في أي من تلك المسائل كان له أثر سلبي في كفاءة أداء البورصة .

وتعدّ ظاهرة التأخير وعدم الإفصاح عن المعلومات في بورصة الأوراق المالية أو تقديم معلومات ناقصة أو التأخير في تقديم المعلومات ، وكذلك محاولة تقديم معلومات كاذبة أو مضللة بما يعرف اصطلاحاً بـ "الكذب على المساهمين " ، بالإضافة إلى التعامل الداخلي (Insider Trading) ، من المظاهر التي أكدت جميع التشريعات على حظرها وفرض الجزاءات المناسبة على الجهات المخالفة سواءً أكانت أطراف تلك الممارسات أشخاصاً طبيعيين أم اعتباريين مع مراعاة طبيعة الشخص الاعتباري في تقرير نوعية تلك الجزاءات .

ومع هذا التأكيد من قبل التشريعات المنظمة لبورصات الأوراق المالية تظهر بين الفينة والأخرى بعض من تلك الممارسات المخلة بمبدأ الإفصاح والشفافية من بين ممارسات أخرى تعمل على الإخلال بقوانين وأنظمة البورصة كلاً وتحاول تقويض استقرارها ، الأمر الذي يستدعي من الباحث واستكمالاً لموضوع هذا البحث ، أن يتم بحث ودراسة هذه المظاهر والممارسات التي تخل بتطبيق المبدأ والجزاءات المترتبة عليها .

لذلك سيتم بحث تلك المظاهر التي تمثل إخلالاً بأنظمة الإفصاح والشفافية في بورصة الأوراق المالية من خلال المطالب التالية :

المطلب الأول : التأخير وعدم الإفصاح عن المعلومات .

المطلب الثاني : الإفصاح الكاذب والمضلل .

المطلب الثالث : التعامل الداخلي (Insider Trading)

---

(١) د.صفوت عبدالسلام ، الشفافية والإفصاح والأثر على كفاءة سوق رأس المال ، مرجع سابق ، ص ٣٥ .

المطلب الأول

التأخير وعدم الإفصاح عن المعلومات

تمهيـد وتقسيـم :

إن كفاءة بورصة الأوراق المالية تعتمد بشكل أساس على ما يتـوفر فيهـا من معلومات وبيانات وكمية تلك المعلومات ، بالإضافة إلى مدى السرعة والسهولة في الحصول على تلك المعلومات والبيانات الضرورية ، فإذا انعدمت المعلومـة أو توافرت بشكل غير كامل أو وجدت صعوبات معينة فـي الحـصول عليهـا مـن مصادرها في الوقت المناسب ، عُدَّ ذلك إخلالاً بمبدأ الإفصاح والـشفافية واسـتلزم إتباع إجراءات معينة لمنع وقوع مثل تلك المخالفات ، ثم في مرحلة لاحقـة إيقـاع الجزاءات المناسبة على الجهات المخالفة والأشخاص المسؤولين لديها .

وتعدّ ظاهرة عدم الإفصاح عن المعلومات من المظاهر التي تعـاني منهـا بورصات الأوراق المالية بشكل كبير وتظهر في ممارسات بعض الجهات الملزمـة بالإفصاح بما فيها الشركات المساهمة وشركات التوصية بالأسـهم المدرجـة فـي البورصة متمثلة بالأجهزة التي تمثلها أو تتبعها ، بالإضافة إلى بعـض الأشـخاص الذين فرض عليهم المشرع الإفصاح في حالات خاصة ، مما يشكل خطـراً علـى استقرار البورصة ، وفي الوقت نفسه إضراراً بالمتعـاملين فيهـا سـواءً أكـانوا مساهمين حاليين أم محتملين ، نظراً لكون تلك المعلومات من العناصـر الأساسـية التي يعتمد عليها المتعامل في اتخاذ قراره الاستثماري .

ولبيان حالات عدم الإفصاح والتأخير فـي تقـديم المعلومـات المتعلقـة بالأوراق المالية والوسائل الكفيلة في مواجهة هذا التأخير ، سوف يتم تنـاول هـذا الموضوع في الفروع التالية :

الفرع الأول : التأخير وعدم الإفصاح الدوري والفوري عن المعلومات .

الفرع الثاني : التأخير وعدم الإفصاح عن المصالح وملكية الأوراق المالية.

الفرع الثالث : عدم الإفصاح عن جرائم غسل الأموال .

الفرع الرابع : عدم التمكين من الإطلاع على المعلومات .

الفرع الأول

التأخير وعدم الإفصاح الدوري والفوري عن المعلومات

يقع على عاتق الجهات المصدرة للأوراق المالية واجب الإفصاح عن المعلومات والبيانات التي أوجب المشرع على الجهات المصدرة الإفصاح عنها بشكل دوري وفقاً للمواعيد التي حددها لها ، كما يقع على عاتق الجهات نفسها واجب الإفصاح عن المعلومات المؤثرة على أسعار الأوراق المالية لتلك الجهات وبشكل فوري ، وبالتالي فإن أي تقصير من قبل تلك الجهات في تنفيذ هذا الواجب سوف يشكل إخلالاً بتطبيق مبدأ الإفصاح والشفافية بشكل أساسي مما يستوجب إتباع الإجراءات المناسبة لمواجهة هذه الصور من الإخلال ، وإن استلزم الأمر فرض الجزاء المناسب على الجهات الملزمة بهذا النوع من الإفصاح وعلى من يمثلها .

وابتداءً ليس هناك مشكلة في تحديد أطراف هذه الصورة من المخالفات إذا كانت تلك الأطراف من التي يوجب عليها القانون الإفصاح الدوري أو الفوري نظراً لوضوح هذا الواجب بالنسبة لتلك الفئات ، ومن ثم فإن أي إخلال بهذا الواجب من قبل تلك الأطراف يستلزم إيقاع الجزاء المناسب عليها بصرف النظر عما إذا كانت تلك الأطراف من الأشخاص الطبيعيين أم الأشخاص الاعتباريين .[1]

ولغرض بيان تفاصيل هذه الصورة من الإخلال سوف يتم التطرق في الفقرتين التاليتين لماهية الإخلال في التأخير وعدم الإفصاح الدوري عن المعلومات ووسائل مواجهته ، ثم بيان الإخلال في التأخير وعدم الإفصاح الفوري عن المعلومات ووسائل مواجهته .

(1) د. بلال عبدالمطلب بدوي ، مرجع سابق ، ص ١٢٣ .

أولاً : التأخير وعدم الإفصاح الدوري عن المعلومات :

قد يحدث أن تتأخر الجهات المصدرة للأوراق المالية في الإفصاح الدوري عن المعلومات والبيانات المتضمنة في التقارير السنوية ونصف السنوية وربع السنوية ، وذلك في الأوقات المحددة لها ، وفي حالات تكاد تكون نادرة قد تمتنع تلك الجهات عن الإفصاح عن تلك المعلومات ، وتجمع التشريعات المنظمة لبورصات الأوراق المالية على تأكيد وجوب تقديم تلك البيانات من قبل الجهات الملزمة بالإفصاح خلال المواعيد المحددة لها وإلا تعرضت تلك الجهات ومن يمثلها للجزاءات .

ولعدم الإفصاح الدوري أو التأخير في تقديم المعلومات والبيانات في مواعيدها المحددة بموجب القانون أثر سلبي في قرارات المستثمرين سواء أكانت في إصدار أوامر البيع أو الشراء أم ابتداءً عند اتخاذ القرار من قبل المستثمر بالاستثمار من عدمه ، وذلك نتيجةً لعدم وضوح الصورة لديه .

لذلك درجت التشريعات المنظمة لبورصات الأوراق المالية على التشديد على الجهات الملزمة بالإفصاح الدوري عن المعلومات والبيانات بأن تعلن عنها حسب التوقيتات الملزمة بالإفصاح خلالها ودون إبطاء ، لما لهذه الصورة من الإخلال من أثر كبير في المعاملات الواردة على الأوراق المالية .

وتقرر الهيئات العامة للأوراق المالية وإدارات البورصات وفقاً للتشريعات المنظمة لها عدداً من الإجراءات والجزاءات على الجهات التي تمتنع عن الإفصاح الدوري أو تتأخر فيه أو تفصح عن معلومات ناقصة .

وحيال تلك المخالفات في التأخير أو الامتناع عن الإفصاح الدوري عن المعلومات في بورصة الأوراق المالية ومن هو مسؤول عن الإفصاح في مثل تلك الحالات ، تنتهج التشريعات نهجاً متشدداً ، حيث قرر المشرع الإماراتي المسؤولية على أعضاء مجلس إدارة الجهة المدرجة في البورصة ، وذلك عن مدى اكتمال المعلومات

والبيانات التي تتقدم بها تلك الجهات للهيئة وإدارة السوق وعن مدى صحتها [1] ، حيث يُعد من قبيل الامتناع عن الإفصاح الحالات التي تتضمن إفصاحاً ناقصاً مما يؤدي إلى عدم تحقق الغاية التي من أجلها أقر المشرع الإفصاح عن المعلومات .

وتقوم هيئة الأوراق المالية والسلع في دولة الإمارات العربية المتحدة عادةً باعتبارها الجهة المشرفة على أنشطة البورصة في الدولة بشكل مباشر بمتابعة الجهات المدرجة وتلزمها بوجوب الإفصاح عن بياناتها بشكل دوري وفقاً للمواعيد المحددة للبورصة بموجب التشريعات المنظمة لها ، حيث ترسل الهيئة خطابات إنذار للشركات المدرجة والتي تتخلف عن الإفصاح المذكور وتتابعها بإجراءات أشد صرامة إذا أصرت على عدم الإفصاح الدوري أو إذا تأخرت عن المواعيد المحددة ، كما تقوم الهيئة بنشر تلك الإخطارات على موقعها الالكتروني .[2]

وللهيئة في سبيل إلزام الجهات المدرجة بالبورصة بواجبها بالإفصاح الدوري عن المعلومات والبيانات الخاصة بها ، أن تقوم بتقرير جزاءات تبدأ بعد توجيه الإنذار إليها بفرض غرامات مالية على الجهات التي تتخلف عن هذا الإفصاح ، وذلك وفقاً للتشريعات المنظمة للهيئة وللبورصات في الدولة ، ووفقاً لدورها الرقابي والإشرافي عليها ، وبالنظر لما تنص عليه تلك التشريعات من إلزام الجهات المدرجة بتقديم البيانات المالية الدورية خلال شهر من نهاية الفترة ، وفي حال مخالفة تلك الجهات لأحكام الإفصاح الدوري التي نص عليها المشرع في التشريعات المنظمة للبورصة ، حيث تفرض الهيئة غرامات مالية على الجهات المدرجة التي تتخلف عن الإفصاح وتلزمها في الوقت نفسه بتزويد الهيئة بالمعلومات والبيانات المالية خلال مهلة لا تتجاوز خمسة عشر يوم عمل .[3]

---

(1) المادة ٣٠ من قرار هيئة الأوراق المالية والسلع في دولة الإمارات العربية المتحدة رقم ٣ لسنة ٢٠٠٠ بشأن النظام الخاص بالإفصاح والشفافية .

(2) الموقع الالكتروني لهيئة الأوراق المالية والسلع لدولة الإمارات العربية المتحدة www.sca.ae

(3) المادة ١٤/ هـ من قرار هيئة الأوراق المالية والسلع في دولة الإمارات العربية المتحدة رقم ٣ لسنة ٢٠٠٠ بشأن النظام الخاص بالإفصاح والشفافية المعدلة بموجب المادة ١/ ٥ من قرار رئيس مجلس إدارة الهيئة رقم ٦٣/ر لسنة ٢٠٠٥ ، والمادة رقم ٢٠/ و من قرار مجلس الوزراء الإماراتي رقم ١٢ لسنة ٢٠٠٠ بشأن النظام الخاص بإدراج الأوراق المالية والسلع ، وانظر بهذا الخصوص قرار الهيئة المؤرخ ٢٠٠٦/٧/٥ ، وقرارها المؤرخ ٢٠٠٦/١٢/٨ التي فرضت بموجبها غرامات مالية على بعض الشركات المدرجة والتي تخلفت عن الإفصاح عن بياناتها الدورية ، انظر تلك القرارات على الموقع الالكتروني لهيئة الأوراق المالية والسلع .

وقد يصل الأمر بمجلس إدارة هيئة الأوراق المالية والسلع في الدولة إلى اتخاذ إجراءات صارمة ضد الشركات المتخلفة عن الإفصاح الدوري قد تصل إلى حد تعليق إدراج أوراقها المالية ، كما يحق للهيئة المذكورة أيضاً إلغاء إدراج الورقة المالية من التداول إذا استمرت حالة تعليق الإدراج لمدة ستة أشهر فأكثر بسبب استمرار المخالفة .(١)

بينما ذهبت تشريعات دول أخرى إلى أبعد من ذلك ، ومنها القانون المصري عندما قرر المشرع جزاءاً جنائياً بالحبس وبالغرامة التي لا تقل عن عشرين ألف جنيه ولا تزيد على خمسين ألف جنيه أو بإحدى العقوبتين على كل من يخالف أحكام المادة ٦ من قانون سوق رأس المال المصري رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ التي أوجبت على الجهات المدرجة في البورصة أن تقدم إلى الهيئة العامة لسوق المال التقارير نصف السنوية ، بالإضافة إلى إعداد الميزانية وغيرها من القوائم والتقارير المالية لتلك الجهة ، وأوجب على الجهات المدرجة نشر ملخص وافٍ لتلك المستندات في صحيفتين يوميتين صباحيتين واسعتي الانتشار (٢) ، كما فرض غرامة مالية قدرها ألفا جنيه مصري عن كل يوم تأخير على الجهات التي تتأخر في تسليم بياناتها المالية وفقاً لقواعد الإفصاح المتعلقة بها.(٣)

وتتشدد القوانين المقارنة الأخرى في إلزام الجهات المدرجة في البورصة على الإفصاح الدوري للمعلومات والبيانات الخاصة بها بالشكل الذي قررته تلك القوانين وفرضت على المتخلفين عن هذا الإفصاح إجراءات وجزاءات تتراوح بين توجيه التنبيه بوجوب الإفصاح في المواعيد المحددة أو الإخطارات والإنذارات إذا ما استمرت تلك الجهات في عدم الإفصاح ، وقد يتطور الإجراء إلى حد إيقاف

---

(1) المادة ١٥/ ب من قرار هيئة الأوراق المالية والسلع في دولة الإمارات العربية المتحدة رقم ٣ لسنة ٢٠٠٠ بشأن النظام الخاص بالإفصاح والشفافية ، والمادة ٢٢/ ٢ من قرار مجلس الوزراء في دولة الإمارات العربية المتحدة رقم ١٢ لسنة ٢٠٠٠ بشأن النظام الخاص بإدراج الأوراق المالية والسلع .

(2) المادة ٦٥ من قانون سوق رأس المال المصري رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ .

(3) المادة ٦٥ مكرر من قانون سوق رأس المال المصري رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ .

التداول في الأوراق المالية للجهات المخالفة ، ومن ثم اتخاذ القرار بإلغاء الإدراج في حالة استمرار تلك المخالفة مدة معينة نصت عليها تلك القوانين .[1]

وبالتالي فإن من مصلحة الجهات المدرجة في البورصة أن تفصح عن المعلومات والبيانات بشكل دوري ، وحسب المواعيد التي حددها لها المشرع ، وذلك تفادياً لأية جزاءات قد تصل إلى حد التعليق أو إلغاء الإدراج للأوراق المالية المدرجة للجهات المخالفة ، أو تفادياً لعقوبة الحبس على من يمثل تلك الجهات في الإفصاح الدوري عن المعلومات والبيانات المتعلقة بها .

ثانياً : التأخير وعدم الإفصاح الفوري عن المعلومات :

تلعب المعلومات الجوهرية دوراً مؤثراً في البورصة وفي أسعار الأوراق المالية المدرجة فيها ، حيث إن درجة كفاءة أية بورصة للأوراق المالية تعتمد بشكل أساسي على عدد من العناصر تأتي في مقدمتها توافر المعلومات من حيث الكم والنوع ، إضافة إلى سهولة وسرعة وصول تلك المعلومات إلى الجهات المستفيدة منها ، ولكن في بعض الأحيان يحدث ألا يصار إلى الإفصاح عن تلك المعلومات عند وقوعها والتي يكون من شأنها التأثير في أسعار الأوراق المالية محور تلك المعلومات ، وبالتالي فإن هذا الامتناع أو التأخير في الإفصاح عن تلك المعلومات يشكل خرقاً واضحاً لمبدأ الإفصاح والشفافية بشكل خاص والتشريعات المنظمة للبورصة بشكل عام ، بصرف النظر عن نية الجهة المتسببة في هذا المنع أو التأخير في الإفصاح سواء أكان عن عمد أم مجرد خطأ ناتج عن إهمال وتقصير في واجبات أطراف تلك العملية .

لذلك تشدد التشريعات المنظمة لبورصات الأوراق المالية على كافة الجهات ذات الصلة بعمليات البورصة بما فيها الجهات المصدرة للأوراق المالية

(1) المادة ٢٢/ أ والمادتين رقم ١١٠ ورقم ١١٢/ أ من قانون الأوراق المالية الأردني رقم ٧٦ لسنة ٢٠٠٢ ، والمادة ٧٣ من اللائحة الداخلية لسوق البحرين للأوراق المالية الصادرة بموجب قرار وزير التجارة والزراعة البحريني رقم ١٣ لسنة ١٩٨٨ ، والمادة ٦٠ من اللائحة الداخلية لسوق الكويت للأوراق المالية الصادرة بموجب القرار الوزاري رقم ٣٥ لسنة ١٩٨٣ .

وعلى من يمثلها بوجوب التقيد بالإفصاح الفوري عن المعلومات عند وقوع الحدث محل تلك المعلومة ، إذ إن لهذا الموضوع أهمية كبيرة من ناحيتين : فهو من ناحية يبين دور الإفصاح عن المعلومة في التأثير في سعر الورقة المالية ، ومن ناحية أخرى فإن لتوقيت الإفصاح عن المعلومات المؤثرة بالإضافة إلى المساواة في الحصول على تلك المعلومات دوراً في استقرار البورصة من عدمه .

وتتحقق هذه الصورة من الإخلال بصرف النظر عن طبيعة وأهمية هذه المعلومات وفيما إذا كان هذا الإخفاء يشمل كامل التفاصيل للمعلومة أو جزءاً منها ، فصغر أو كبر الإخلال لا يؤثر في طبيعة المخالفة وفي الجزاء الذي ينتظر مرتكبيها ما دام أن المعلومة تدخل ضمن المعلومات التي أوجب المشرع الإفصاح عنها .

ولا تكاد تكون هناك صعوبة في إثبات هذه الصورة من الإخلال إذا ما تعلق الأمر بإخفاء المعلومات المؤثرة من قبل الجهات الملزمة بتقديمها ، إنما تتمثل صعوبة الإثبات في حالات معينة تتعلق بالتعاملات الداخلية من قبل الأشخاص المستفيدين من غير المطلعين على تلك المعلومات .

وقد تعرّض القضاء الفرنسي إلى مثل تلك الحالات في واقعة تضمنت تعاملات على أوراق مالية بناءً على معلومات داخلية أفشى بها أحد الأشخاص المطلعين على أسرار إحدى الشركات لشخص آخر (المستفيد) ، وقد وجد القضاء في حينه نصاً واضحاً في تجريم ومعاقبة الشخص الأول "المطلع" عن جريمة "إفشاء" معلومات داخلية بموجب نص واضح في القانون هو المادة ٤٦٠ من القانون الجنائي الفرنسي القديم ، بينما لم يجد نصاً ينطبق على فعل الشخص الثاني المستفيد من المعلومات التي أفشى بها له الشخص المطلع بالرغم من الاستفادة الكبيرة للشخص الثاني (المستفيد) في العمليات التي أجراها بناءً على تلك المعلومات ، فما كان على القضاء الفرنسي إلا الاجتهاد في هذه القضية وتجريم الشخص المستفيد (المتلقي للمعلومة) أيضاً وبالتالي تقرير جريمتين في هذه الواقعة

الشهيرة : الجريمة الأولى تحققت جراء إفشاء الشخص المطلع على المعلومة إلى الشخص المستفيد ، أما الجريمة الثانية والتي ارتكبت من قبل الشخص المستفيد فهي جريمة "الإخفاء" وهي متحصلة من الجريمة الأولى التي تحققت نتيجة استخدام الشخص المستفيد للمعلومات الداخلية عن "قصد" ، ذلك أن المرتكب لهذه الجريمة (الثانية) استطاع أن يجني أرباحاً طائلة من العملية وهي في الوقت نفسه أرباح غير مشروعة ناتجة عن الجريمة الأولى "الإفشاء" ، وقد حكم على الشخص المستفيد في حينه بغرامة مالية .[1]

ولدى النظر في بعض القوانين العربية ومنها على سبيل المثال القانون المصري فإنه بالرغم من النص في هذه القوانين على تقرير المسئولية في حالات عدم الإفصاح عن المعلومات ، والتعاملات الداخلية ، إلا أنه تبقى تلك النصوص بعيدة بعض الشيء عن تجريم حالات كالتي تعرض لها القضاء الفرنسي في القضية السابق ذكرها ، فمثلاً إن نص التجريم الوحيد في قانون سوق رأس المال المصري لا يشمل الشخص المستفيد من المعلومة الداخلية ، وإنما اقتصر التجريم والعقاب في النص على الشخص المطلع الذي يستغل المعلومة التي اطلع عليها لجني الأرباح من خلال احتكار المعلومة لنفسه ، وكذلك على الشخص المطلع الذي يفشي تلك المعلومة للغير ، لذا ينبغي على المشرعين في الدول العربية أن يضعوا من التشريعات أو يعدلوا فيها بالشكل الذي تنطبق على مثل تلك الحالات من الإخلال التي قد لا تصلها يد العدالة وفقاً للتشريعات الحالية ، وسوف يتم تناول الصورة الثالثة من الإخلال بالإفصاح والشفافية المتمثلة بالتعامل الداخلي بشكل مفصل في المطلب الثالث .

وبالرغم من تقرير المشرع الإماراتي المسئولية على الشركات المدرجة أوراقها المالية في السوق بالإفصاح الفوري تجاه السوق عن المعلومات المؤثرة [2] ،

---

(1) د.صالح أحمد البربري ، الممارسات غير المشروعة في بورصة الأوراق المالية ، مرجع سابق ، ص٢٤٨-٢٥١ .

(2) المادة ٣٤ من القانون الاتحادي رقم ٤ لسنة ٢٠٠٠ بشأن هيئة وسوق الإمارات للأوراق المالية والسلع .

إلا أنه لم يصرح بفرض الجزاء في حال عدم التزام تلك الشركات بتنفيذ هذا الواجب ، وإنما يطال هذا الإخلال النص العام الوارد في القانون الاتحادي رقم ٤ لسنة ٢٠٠٠ بشأن هيئة وسوق الإمارات للأوراق المالية والسلع بفرض عقوبة الحبس والغرامة أو بإحدى هاتين العقوبتين على كل من يخالف الأحكام الواردة في هذا القانون والأنظمة الصادرة دون الإخلال بما يتقرر من عقوبات في هذا القانون أو أي قانون آخر .[١]

أما المشرع المصري فقد فرض عقوبة الحبس والغرامة التي لا تقل عن عشرين ألف جنيه مصري ولا تزيد عن خمسين ألف جنيه أو بإحدى هاتين العقوبتين على كل من خالف أحكام المادة ٦ من قانون رأس المال المصري رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ والتي فرضت بدورها على كل شركة تواجه ظروف جوهرية طارئة مؤثرة أن تقوم بالإفصاح عنها فوراً وأن تنشر ملخصاً وافياً عن تلك المعلومات في صحيفتين يوميتين صباحيتين واسعتي الانتشار إحداهما على الأقل باللغة العربية [٢] ، وكذلك ما نص عليه المشرع المصري في القرار رقم ٣٠ لسنة ٢٠٠٢ الصادر عن مجلس إدارة الهيئة العامة لسوق المال المصري وتفصيله للحالات التي تعد أحداثاً جوهرية مؤثرة في أسعار الأوراق المالية .[٣]

(1) المادة ٤٣ من القانون الاتحادي رقم ٤ لسنة ٢٠٠٠ بشأن هيئة وسوق الإمارات للأوراق المالية والسلع .

(2) انظر المادة ٦٥ من قانون سوق رأس المال المصري رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ ، ويخضع المسئول عن الإدارة الفعلية بالشركة المدرجة وفقاً للمادة ٦٨ من نفس القانون للعقوبات البدنية المقررة بينما تكون أموال الشركة ضامنة للوفاء بالغرامات المالية .

(3) انظر المادة ٢٤ من القرار المذكور .

الفرع الثاني

التأخير وعدم الإفصاح عن المصالح وملكية الأوراق المالية

لقد قرر المشرع نظاماً يتم من خلاله الإفصاح عما يمتلكه الأشخاص الطبيعيون والاعتباريون من أوراق مالية وبما يتحقق لديهم من مصالح ، وقد تم تبعاً لذلك تعيين الأشخاص الملزمين بالإفصاح عن ملكية الأوراق المالية ، إلا أنه في بعض الحالات قد يخالف البعض ما قررته التشريعات في هذا المجال ، لذلك كان لا بد من أن يعنى المشرع بوضع الجزاءات الكفيلة بمنع وقوع تلك المخالفات أو الحد منها بنفس الاتجاه الذي تنظم فيه هذه الصورة من الإفصاح ، وهذا ما سيتم تناوله في الفقرتين التاليتين وذلك من خلال بيان ماهية هذا الإخلال أولاً ، ثم بيان الجزاءات المترتبة عليه ثانياً .

أولاً : ماهية الإخلال المتمثل في عدم الإفصاح عن المصالح وملكية الأوراق المالية :

من المسائل ذات الأهمية البالغة لدى المستثمرين في بورصة الأوراق المالية ، تلك المتعلقة بالإعلان عن المصالح وملكية الأوراق المالية ، وبيان الأطراف التي تملك نسبة كبيرة من رأس مال الشركة المصدرة للورقة المالية ، وبالتالي بيان الأشخاص المهيمنين على سياسة الشركة ومن بيدهم اتخاذ القرارات فيها ، والتي قد تمس بالأغلبية العظمى للمساهمين ، وبالتالي فإن للإفصاح عن المصالح وملكية الأوراق المالية أهمية كبيرة في تنبيه المستثمرين لاحتمالات التغيير في مجلس إدارات تلك الجهات ، أو تغيير في سياساتها المستقبلية واتخاذ القرارات التي قد تؤثر في حقوق المساهمين ، لما لهذا الموضوع من أهمية كبيرة في تمكين المستثمرين من اتخاذ القرارات الاستثمارية الصائبة .[1]

---

(1) د.أحمد عبدالرحمن الملحم ، تعليق على القانون رقم ٢ لسنة ١٩٩٩ في شأن الإعلان عن المصالح في أسهم شركات المساهمة ، مرجع سابق ، ص ٧٥- ٧٦ .

ويحقق الإفصاح عن المصالح وملكية الأوراق المالية عدداً من الأغـراض التي يتمثل بعضها في الحاجة إلى حماية المساهمين في الشركة ولفت نظرهم إلـى المساهم الجديد أو المساهم الذي زادت نسبة مساهمته ، كما أنـه يـوفر الـضمان لسلامة المعاملات وعدم استغلال البورصة في عقـد عمليـات غيـر مـشروعة ، بالإضافة إلى إشاعة الثقة لدى المستثمرين في أن الأسعـار التـي تعقـد بهـا العمليـات إنما تمثل الأسعـار الحقيقية للأوراق الماليـة المدرجة .[١]

ويُعد الإفصاح عن المصالح وملكية الأوراق المالية واجباً مقـرراً علـى فئات وجهات معينة حددها القانون ، ووضع الجزاء المناسب على من يخـل بهـذا الواجب ، وقد سبق أن تم التطرق إلى هذا الواجب وبيان الأطراف التـي أوجـب القانون عليها هذا النوع من الإفصاح ، وكذلك الإفصاح عما ينـوون شـراءه مـن أوراق مالية ، وذلك بمناسبة الكلام عن مضمون مبدأ الإفصاح والشفافية .

وبالرغم من عناية التشريعات المنظمة لبورصـات الأوراق الماليـة فـي جميع الدول لهذا الواجب في الإفصاح عن المصالح وملكيـة الأوراق الماليـة ، إلا أنه تبقى هناك من الثغرات التي قد يستغلها الـبعض مـن المـستثمرين لغـرض الاستحواذ على نسب كبيرة من أسهم الشركة المصدرة مما يتيح لهم السيطرة علـى الجمعية العمومية ، ومن ثم الهيمنة في اتخاذ القرارات فيها من خـلال امـتلاكهم الأغلبية في الأصوات مقابل الأسهم الممتازة التي يمتلكونها في الدول التـي تجيـز إصدار هذا النوع من الأسهم ، بالرغم من عدم وصول نسبة ملكيتهم النصاب الذي يلزمون فيه بالإفصاح عن هذه الملكية تجاه كل من الشركة المصدرة والهيئة العامة للأوراق المالية .[٢]

كما قد يحدث في بعض الحالات أن تقوم الشركة المصدرة بشراء بعـض من أسهمها المتداولة في البورصة مما يؤدي إلى ارتفاع نـسبة امـتلاك الـبعض

(1) المرجع السابق ، ص ٧٧- ٧٨ .

(2) د.صفوت عبدالسلام ، الشفافية والإفصاح والأثر على كفاءة سوق رأس المال ، مرجع سابق ، ص ٦٥ .

لأسهم هذه الشركة على النصاب المقرر للإفصاح دون أن تقوم الشركة بالإفصاح تجاه بقية المساهمين ، وتجاه الهيئة والسوق عن هذا التغيير في نصاب ملكية المساهمين للأسهم ، لذلك فمن الواجب أن ينتبه المشرعون لهذه الحالات التي بالإمكان أن يستغلها البعض في غير مصلحة الشركة والمساهمين ، وذلك بأن يقوم المشرعون بإجراء التعديلات في التشريعات القائمة أو بسن تشريعات جديدة بما يؤدي إلى احتساب النصاب على أساس الأصوات وليس على أساس ما يمتلكه المساهم من أسهم ، بالإضافة إلى ضرورة إلزام الجهات المصدرة في كل مرة تقوم فيها بشراء بعض من أسهمها أن تبادر بالإفصاح تجاه المساهمين وتجاه الهيئة والسوق عن التغيير في نصاب ملكية المساهمين لأسهمها .[١]

ثانياً : الإجراءات والجزاءات المترتبة على التأخير وعدم الإفصاح عن ملكية الأوراق المالية :

بعد أن نظم المشرع واجب الإفصاح عن ملكية الأوراق المالية – حدد من جهة أخرى – الجزاءات المترتبة على الإخلال بهذا الواجب ، حيث يترتب على مخالفة هذا الواجب جزاءات قررها المشرع الإماراتي تصل إلى الحبس والغرامة أو بإحدى العقوبتين .[٢]

كما قرر المشرع الإماراتي جزاءً خاصاً على رئيس وأعضاء مجلس إدارة الشركة المدرجة أو أعضاء مجلس إدارتها أو مديرها العام أو أي موظف فيها يخل بواجبه في الإفصاح عن طريق السوق عن عمليات الشراء أم البيع ، التي يقوم بها وما يتعلق بها من معلومات ، وفيما إذا لم يحصل على موافقة مجلس الإدارة على التعامل ، وذلك بعقوبة الحبس مدة لا تقل عن ثلاثة أشهر ولا تجاوز ثلاث سنوات ، وبالغرامة التي لا تقل عن مائة ألف درهم ولا تجاوز مليون درهم أو بإحدى هاتين العقوبتين.[٣]

---

(1) المرجع السابق ، ص ٦٦ .

(2) المادة ٤٣ من القانون الاتحادي رقم ٤ لسنة ٢٠٠٠ بشأن هيئة وسوق الإمارات للأوراق المالية والسلع .

(3) المادة ٤٢ من القانون الاتحادي رقم ٤ لسنة ٢٠٠٠ بشأن هيئة وسوق الإمارات للأوراق المالية والسلع .

وبالنسبة للمشرع الكويتي فقد نص على إيقاع الجزاء في حال تحقق أيٍ من حالات عدم الإفصاح عن المصالح وملكية الأوراق المالية التي حددها في القانون رقم ٢ لسنة ١٩٩٩ في شأن الإعلان عن المصالح في أسهم شركات المساهمة وكذلك في القرار رقم ٥ لسنة ١٩٩٩ الصادر عن لجنة سوق الكويت للأوراق المالية بشأن الإفصاح عن المصالح في شركات المساهمة .

حيث جاء النص في القانون رقم ٢ لسنة ١٩٩٩ على استبعاد الأسهم التي لم يتم الإعلان عن ملكيتها من قبل المساهم الذي يملكها من النصاب اللازم لصحة انعقاد الجمعية العمومية للجهة المصدرة لتلك الأسهم ، وكذلك استبعادها من التصويت على القرارات التي تتخذ من قبل الجمعية العمومية لدورتين انتخابيتين ، بالإضافة إلى إحالة المخالف إلى لجنة التحكيم بالسوق التي يكون لها السلطة في تقرير حرمانه أو من يمثله من الترشح لعضوية مجلس إدارة الشركة لدورتين انتخابيتين .[1]

إلا أنه يؤخذ على النصوص العقابية التي جاء بها القانون المذكور أنها لا تعطي الحق للجنة التحكيم التي تشكل لأغراض التحقيق في مثل تلك المخالفات من إصدار القرار ببطلان الصفقة التي لم يعلن عن المصالح فيها ، وذلك لعدم ارتباط المخالفة المذكورة بصحة عملية شراء الأسهم كون المخالفة لاحقة على عملية الشراء ، بالإضافة إلى أنه لا يمكّن إدارة السوق من التعرف على أصحاب المصالح الحقيقيين ، وبالتالي يعود أصحاب المصلحة بعد انقضاء فترة تنفيذ العقوبة في تنفيذ غاياتهم من خلال التعاملات التي يجرونها ، لذلك كان لزاماً على المشرع الكويتي أن يتنبه لهذه الثغرة في القانون المذكور ويأتي بالتعديل بالشكل الذي يحرم فيه أصحاب المصالح (المخالفين) من استعمال حقوق التصويت والترشيح لمدة دورتين من تاريخ تصحيح المخالفة ، وليس من تاريخ عقد الصفقة كما هو الحال حالياً .[2]

---

(1) انظر المادة ٤ والمادة ٥ من القانون المذكور ؛ د. أحمد عبدالرحمن الملحم ، تعليق على القانون رقم ٢ لسنة ١٩٩٩ في شأن الإعلان عن المصالح في أسهم شركات المساهمة ، مرجع سابق ، ص ٩٧ .

(2) المرجع السابق ، ص ٩٩- ١٠٠ .

أما بالنسبة للمشرع الفرنسي فبعد أن جاء بالواجب العام في الإفصاح عن المصالح وملكية الأوراق المالية في حال وصول ملكية المساهم لنسب معينة ، جاء بحكم خاص أوجب بمقتضاه الإفصاح في حالة انخفاض نسبة ملكية الأسهم التي يملكها المساهم عن النسبة السابق الإفصاح عنها نظراً لما يحققه هذا الإفصاح في التأكيد على شفافية البورصة ، حيث تدخل المشرع الفرنسي بوضع العقوبة على عدم الإفصاح في هذه الحالة [1] ، وهذه الصورة من الإفصاح ما لا نجده في التشريعات العربية .

ونظراً لعدم إقرار تشريع خاص بالإفصاح عن المصالح وملكية الأوراق المالية في دولة الإمارات العربية المتحدة وبعض الدول الأخرى التي لم تعالج هذه المسألة بشكل مفصل واكتفت بالإشارة بشكل عام إليها ضمن التشريعات المنظمة لبورصة الأوراق المالية ، ونظراً للأهمية المتزايدة لهذا الموضوع وتفادياً لأي محاولات قد تشكل نوعاً من الاستحواذ على بعض الشركات المدرجة في البورصة ، وحمايةً لصغار المساهمين ، وضماناً للمعاملات وللثقة في بورصة الأوراق المالية ، فإن الأولى أن يصار إقرار تشريع خاص بهذا النوع من الإفصاح وتفصيل الأحكام المتعلقة به .

الفرع الثالث

عدم الإفصاح عن جرائم غسل الأموال

تتجه التشريعات التي تعنى بمواجهة جرائم غسل الأموال إلى تقرير المسؤولية في اتجاهين متوازيين ، أولاهما في الاتجاه الوقائي من العمليات التي يشتبه أنها تتضمن أموال متحصلة بطرق غير مشروعة ، وما يرتبط بذلك من إجراءات إبلاغ الجهات المختصة عن تلك العمليات ، وحتى تلك العمليات التي تتجاوز قيمتها مبلغاً معيناً حددته تلك التشريعات ، أما الاتجاه الثاني فيتمثل في العقوبات التي فرض المشرع على الفاعلين في تلك العمليات سواء أكانوا فاعلين أساسيين أم مساعدين في تلك العمليات .

---

(1) د.صالح أحمد البربري ، قواعد الشفافية والإفصاح والأشخاص الملزمون بتطبيقها في سوق الأوراق المالية ، مرجع سابق ، ص ١٩١٧-١٩١٨ ؛ المادة ٣٥٦ / ١ من قانون الشركات الفرنسي لسنة ١٩٦٦ .

وقد قرر المشرعون في جميع الدول واجب الإفصاح في مجال مواجهة جرائم غسل الأموال ، وشرّعوا لهذه المواجهة الإجراءات والضوابط الكفيلة بهذا النوع من الإفصاح ، والإبلاغ للجهات المختصة بما فيها المصارف المركزية ، والهيئات العامة للأوراق المالية وإدارات بورصات الأوراق المالية بالحالات المشتبه بها ، ومن بين تلك القوانين القانون الإماراتي والقانون المصري والقانون الكويتي والقانون القطري وغيرها من القوانين الأخرى .(١)

ومن جهته فقد استحدث المشرع الإماراتي وحدة خاصة بمصرف الإمارات المركزي تدعى بـ "وحدة المعلومات المالية " تتولى مواجهة عمليات غسل الأموال والحالات المشبوهة ، وتقوم كافة المنشآت المالية والمنشآت المالية الأخرى والتجارية والاقتصادية ذات الصلة في الدولة بإرسال تقارير المعاملات المشبوهة إليها .(٢)

كما ألزم المشرع إدارات بورصات الأوراق المالية المرخصة في الدولة بوجوب تسجيل كافة معاملات التسوية بين كل من المستثمر والوسيط المالي والبورصة التي تتم فيها العملية ، والتي تبلغ أربعين ألف درهم أو أكثر وفقاً للنموذج المعد لذلك ، والذي يتضمن معلومات عن المستثمر (المشتري) ، والوسيط الذي تمت بواسطته العملية ، والمبلغ الذي تمت به العملية ، ويذيل النموذج بتوقيع كل من المستثمر والموظف المسئول لدى إدارة البورصة .(٣)

وفرض المشرع أيضاً على إدارات البورصات المرخصة في الدولة بالإضافة إلى الوسطاء العاملين فيها ، إبلاغ قسم التفتيش والمتابعة في هيئة

---

(1) انظر القانون الاتحادي رقم ٤ لسنة ٢٠٠٢ بشأن تجريم غسل الأموال ، وكذلك التعميم الصادر عن مجلس إدارة هيئة الأوراق المالية والسلع بتاريخ ٢٠٠٤/٢/١٨ في شأن إجراءات مواجهة غسل الأموال (دولة الإمارات العربية المتحدة) ، والقانون رقم ٨٠ لسنة ٢٠٠٢ بإصدار قانون مكافحة غسل الأموال في جمهورية مصر العربية ، وقرار لجنة سوق الدوحة للأوراق المالية رقم ١٦/٣ لسنة ٢٠٠٥ بشأن التعليمات الخاصة بإجراءات حظر ومكافحة غسل الأموال وتمويل الإرهاب .

(2) المادة ٧ من القانون الاتحادي لدولة الإمارات العربية المتحدة رقم ٤ لسنة ٢٠٠٢ بشأن تجريم غسل الأموال .

(3) المادة ٤ من التعميم الصادر عن مجلس إدارة هيئة الأوراق المالية والسلع في دولة الإمارات العربية المتحدة في شأن إجراءات مواجهة غسل الأموال .

الأوراق المالية والسلع عن المعاملات المشبوهة في الأوراق المالية [1] ، بالإضافة إلى واجب إدارات تلك البورصات تعيين موظف يسأل عن الانضباط ، وعن موافاة الهيئة وإبلاغها بالحالات التي يشتبه في أنها جرائم غسل للأموال ، وحفظ السجلات الخاصة بتلك الحالات .[2]

وفي مقابل ذلك لم يكتفِ المشرع الإماراتي بإلزام تلك الجهات بالإبلاغ عن العمليات أو الأموال المشبوهة فحسب ، بل فرض العقوبات على جميع الفاعلين سواء منهم الأساسيين أم المشتركين في جريمة غسل الأموال في أي نشاط بما في ذلك أنشطة بورصات الأوراق المالية ، حيث فرض - ابتداءً - عقوبة الحبس مدة لا تزيد على سبع سنوات أو الغرامة التي لا تجاوز ثلاثمائة ألف درهم ولا تقل عن ثلاثين ألف درهم أو العقوبتين معاً مع مصادرة المتحصلات أو ممتلكات تعادل قيمتها أو ما يعادلها إذا حولت أو بدلت جزئياً أو كلياً إلى ممتلكات أخرى أو اختلطت بممتلكات أخرى اكتسبت من مصادر مشروعة ، على كل من يرتكب أحد الأفعال المحددة في المادة ١/٢ من القانون الاتحادي رقم ٤ لسنة ٢٠٠٢ في شأن تجريم غسل الأموال .[3]

كما فرض المشرع عقوبة الغرامة التي لا تقل عن ثلاثمائة ألف درهم ولا تزيد على مليون درهم مع مصادرة المتحصلات أو ممتلكات تعادل قيمتها قيمة تلك المتحصلات أو ما يعادلها إذا حولت أو بدلت جزئياً أو كلياً إلى ممتلكات أخرى أو اختلطت بممتلكات أخرى اكتسبت من مصادر مشروعة ، المنشآت المالية والمنشآت المالية الأخرى والتجارية والاقتصادية العاملة في الدولة إذا ما ارتكبت جريمة غسل الأموال باسمها أو لحسابها عمداً ودون إخلال بما يفرض عليها من جزاءات إدارية.[4]

---

(1) المادة ٥ / ١ من التعميم الصادر عن مجلس إدارة هيئة الأوراق المالية والسلع في دولة الإمارات العربية المتحدة في شأن إجراءات مواجهة غسل الأموال .

(2) المادة ٥ / ٢ التعميم الصادر عن مجلس إدارة هيئة الأوراق المالية والسلع في دولة الإمارات العربية المتحدة في شأن إجراءات مواجهة غسل الأموال .

(3) المادة ١٣ من القانون الاتحادي لدولة الإمارات العربية المتحدة رقم ٤ لسنة ٢٠٠٢ بشأن تجريم غسل الأموال .

(4) انظر المادة ٣ والمادة ١٤ من القانون الاتحادي لدولة الإمارات العربية المتحدة رقم ٤ لسنة ٢٠٠٢ بشأن تجريم غسل الأموال .

كما فرض عقوبة الحبس أو الغرامة التي لا تجاوز مائة ألف درهم ولا تقل عن عشرة آلاف درهم أو العقوبتين معاً على رؤساء وأعضاء مجالس الإدارة ومدراء وموظفو المنشآت المالية والمنشآت المالية الأخرى والتجارية والاقتصادية إذا امتنعوا عن إبلاغ الوحدة المنصوص عليها في المادة ٧ من قانون تجريم غسل الأموال "وحدة المعلومات المالية " بأي فعل وقع في منشآتهم وكان متصلاً بجريمة غسل الأموال .(١)

الفرع الرابع

عدم تمكين الغير من الاطلاع على المعلومات

ضمنَ المشرع لأشخاصٍ وجهاتٍ معينة الحق في الاطلاع على المعلومات والبيانات والوثائق الخاصة بالجهات المصدرة للأوراق المالية بالشكل الذي تم تفصيله في الفصل الأول من هذا البحث .

وفي المقابل يُسأل قانوناً كل من يخرق هذا الواجب بأن يمتنع عن تمكين أطراف معينة من الاطلاع على المعلومات والبيانات والوثائق الخاصة بالشركة أو يعمل على عرقلة أداء مهامها ، ولا يعفي الجهة الملزمة بتمكين الغير في الاطلاع من المسئولية إلا في حالة واحدة عندما تحتج تلك الجهة بسرية بعض المعلومات والبيانات الخاصة بها وتخشى من تسربها إلى جهات منافسة ، ولكن ومع هذا الاحتجاج الذي يمكّن الجهة الملزمة بالإفصاح من حجب المعلومات والبيانات التي تُعد سرية في نظرها يصطدم بحق الأشخاص المكلفين بالتفتيش من قبل الجهات الحكومية بالإضافة إلى حق مراجعي الحسابات في الاطلاع على جميع المعلومات والبيانات المالية مهما كانت طبيعتها .

إلا أن المشرع الإماراتي لم يأتِ بنص عقابيٍ عام يفرض على كل من يمتنع عن تمكين الأشخاص الذين لهم حق الاطلاع من ممارسة حقهم الذي كفله لهم

(1) المادة ١٥ من القانون الاتحادي لدولة الإمارات العربية المتحدة رقم ٤ لسنة ٢٠٠٢ بشأن تجريم غسل الأموال .

القانون ، عدا ما نص عليه المشرع في فرض عقوبة الغرامة التي لا تقل عن عشرة آلاف درهم ولا تتجاوز مائة ألف درهم على كل من يمتنع عمداً عن تمكين مراجعي الحسابات أو الأشخاص المكلفين من قبل الوزارة أو السلطة المختصة بالتفتيش على الشركة من الإطلاع على دفاترها أو يمتنع عن تقديم المعلومات والإيضاحات اللازمة لهم .[١]

كما أن من حق مراجع الحسابات في حالة عدم تمكينه من الإطلاع على مستندات الشركة وسجلاتها في أن يقوم بإثبات هذه الحالة في تقرير يقدمه إلى مجلس إدارة الجهة المصدرة ، وفي حالة عجز مجلس الإدارة من تيسير مهمة مراجع الحسابات فله أن يرسل صورة من هذا التقرير إلى الوزارة والسلطة المختصة ، ويعرضه أيضاً على الجمعية العمومية للمساهمين لكي تقرر من جهتها الإجراء المناسب لمواجهة هذه المخالفة .[٢]

وعن موقف القضاء المقارن في مواجهة حالات الامتناع أو عرقلة الأشخاص الذي منحهم القانون الحق في الإطلاع على المعلومات والبيانات الخاصة بالشركة ، فقد كان موقف القضاء الفرنسي في مواجهة هذه الحالة متشدد ، فقد درجت أحكام المحاكم الفرنسية بخصوص حالات عدم التمكين من الاطلاع على إلغاء قرارات الجهات الإدارية في الشركات المتضمنة رفض إعطاء المعلومات ، ففي قضية عرضت أمامها أصدرت محكمة النقض الفرنسية حكماً بإلغاء قرار مجلس إدارة الشركة لرفضه طلباً تقدم به إليها المدير للحصول على بعض المعلومات ، حيث لمست المحكمة في قرار مجلس الإدارة تحايلاً من خلال رفضه إعطاء المعلومات للمدير ، وبالتالي فإن هذا الحكم يؤكد التزاماً أدبياً يقع على الشركات بتمكين الغير من الحصول على المعلومات .[٣]

---

(1) المادة ٣٢٣/ ٥ من قانون الشركات التجارية الاتحادي لدولة الإمارات العربية المتحدة رقم ٨ لسنة ١٩٨٤ ؛ وانظر في هذا الشأن نص المادة ١٦٣ من قانون الشركات المصري رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١ ، والمادة ٢٧٩ من قانون الشركات الأردني رقم ٢٢ لسنة ١٩٩٧ .

(2) الفقرة المادة ١٤٧/ ٢ من قانون الشركات التجارية الاتحادي لدولة الإمارات العربية المتحدة رقم ٨ لسنة ١٩٨٤ .

(3) محكمة النقض الفرنسية ، الدائرة التجارية ، ٢ يوليو ١٩٨٥ ، Bull . joly , 1989 , p. 702 ، قضية السيد / Coitreau ، نقلا عن : د.صالح أحمد البربري ، الممارسات غير المشروعة في بورصة الأوراق المالية ، مرجع سابق ، ص ٣٠ .

المطلب الثاني
الإفصاح الكاذب أو المضلل

تمهيـد وتقسيـم :

يضفي المشرع الحماية القانونية على بورصة الأوراق المالية وعلى المتعاملين فيها من خلال جملة من التشريعات والإجراءات التي تحد من الممارسات غير المشروعة ، ومنها المتعلقة بتجريم الإفصاح الكاذب وما يتعلق بها من تقديم معلومات مضللة ، سواءً عند الاكتتاب في نشرة الاكتتاب أو البيانات الصحفية أو في النشرات الترويجية ، أو البيانات المقدمة لغرض إدراج الأوراق المالية في البورصة ، بالإضافة إلى المعلومات والبيانات التي تصدر عن الجهات المدرجة خلال فترة التعامل بتلك الأوراق ، ويقرر تبعاً لذلك على من تصدر عنه تلك المعلومات الجزاء المناسب ، حمايةً منه للثقة في بورصات الأوراق المالية وضماناً لاستقرارها ولحقوق المتعاملين فيها .

ولقد جاءت قوانين الشركات مع التشريعات المنظمة لبورصات الأوراق المالية لتحقيق أهداف ترمي إلى حماية مصالح متعددة تتمثل فيما يلي:[1]

١. حماية الجمهور من تأثير الوسائل الترويجية المستخدمة من قبل مؤسسي ومديري الجهات المصدرة للأوراق المالية عند الاكتتاب .
٢. ضمان الثقة التي يوليها الجمهور في وسائل الإفصاح المتنوعة .
٣. تشجيع الادخار العام والاستثمار وضمان ثقة الجمهور بوسائل وأدوات ذلك الادخار والاستثمار .

وتذهب بعض الآراء الفقهية إلى أن الإفصاح الكاذب يتحقق بإحدى صورتين : الصورة الأولى هي أن يقع الكذب في المعلومات والبيانات المفصح عنها نتيجة استعمال

---

(1) د.غنام محمد غنام ، تجريم الكذب على المساهمين في شركات المساهمة في قوانين دول مجلس التعاون الخليجي ، ط١ ، مجلس النشر العلمي ، لجنة التأليف والتعريب والنشر ، جامعة الكويت ، دولة الكويت ، ١٩٩٦ ، ص ٦ .

وسائل احتيالية تعمل على جذب الجمهور واستمالتهم للاستثمار في الأوراق المالية ، سواءً منها المطروحة للاكتتاب العام أم تلك المدرجة في البورصة وقيد التداول فيها ، حيث تقع هذه الصورة من الكذب من وجهة نظرهم تحت طائلة التجريم والعقاب وفقاً للقواعد العامة للقانون الجنائي عندما يتخذ الكذب شكل النصب ، أو شكل التزوير ، وأما الصورة الأخرى من الإفصاح الكاذب – حسب وجهة نظرهم – فإن الكذب فيها لا يتمثل في صورة النصب أو التزوير ، وإنما يتحقق عندما ينتهك نصاً آمراً في قوانين الشركات والتشريعات المنظمة لبورصات الأوراق المالية [1] ، ونعتقد أن هذه التفرقة لا تعنينا في دراستنا في القانون التجاري بقدر تعلقها بالقانون الجنائي .

وحيث إن الكذب والتضليل فيما يتم الإفصاح عنه من معلومات وبيانات يمر بالمراحل المتتالية من عمر المنشأة المصدرة للورقة المالية المدرجة في البورصة ، فقد يقع الكذب أو التضليل في البيانات السابقة للإدراج عند الاكتتاب أو عند الإدراج ، وقد يقع الكذب أو التضليل بعد الإدراج خلال فترة التداول على الأوراق المالية عند الإفصاح المتعدد الذي أوجبته التشريعات على الجهات الملزمة بالإفصاح ، والتي تم التطرق إليها في الفصل الأول .

ومن المسائل ذات الصلة بالإفصاح الكاذب ، الصور التي يتمثل بها هذا النوع من الكذب في الإفصاح عن المعلومات ، بالإضافة إلى أدوات ذلك الإفصاح التي تستخدم من قبل مصادر هذا الإفصاح .

لذلك سيتم بحث هذه الصورة من الإخلال ، وما يترتب عليها من جزاءات في الفروع الثلاث التالية :

الفرع الأول : تأثير المعلومات الكاذبة على مراحل الإفصاح .

الفرع الثاني : صور وأدوات الإفصاح الكاذب .

الفرع الثالث : المسئولية المترتبة على الإفصاح الكاذب ووسائل مواجهته .

---

(1) المرجع السابق ، ص ١٧ .

الفرع الأول

تأثير المعلومات الكاذبة في مراحل الإفصاح

تُعدّ المعلومات أحد العناصر الأساسية في بورصة الأوراق المالية كونها تعمل على التأثير في القرارات الاستثمارية للمتعاملين ، وإن لكمية ونوعية المعلومات المتوفرة للمتعاملين ، بالإضافة إلى سرعة وصولها إليهم دوراً هاماً في اتخاذهم للقرارات الاستثمارية الصائبة ، وبالتالي فإن لهذه العناصر الثلاثة وخاصة منها المتعلقة بنوعية تلك المعلومات أهمية كبيرة في هذا الشأن .

وقد يسري الخلل إلى المعلومات المفصح عنها من خلال نوعية تلك المعلومات وما إذا كانت تمتلك الشفافية أم لا مما قد يؤثر سلبياً في الثقة في البورصة .

وقد أولت التشريعات المنظمة لبورصات الأوراق المالية في كافة الدول الحماية لتلك الثقة لوقف التعدي على حقوق المساهمين الحاليين والمحتملين على حد سواء ، ولتأمين حصولهم على المعلومات الصحيحة وتوفير قدر كبير من الشفافية فيها ، لذلك فقد حددت تلك التشريعات ابتداءً ضوابط الإفصاح عن المعلومات بالشكل الذي يحقق الشفافية في جميع مراحل هذا الإفصاح ، سواء منه السابق على الإدراج أم اللاحق عليه .

لذلك سيتم تناول هذا الموضوع من خلال بيان تأثير الكذب في الإفصاح السابق على إدراج الأوراق المالية في البورصة ، ثم تأثيره في الإفصاح اللاحق على الإدراج .

أولاً : الكذب في الإفصاح السابق على إدراج الأوراق المالية في البورصة:

سبق أن تم التطرق إلى النطاق الموضوعي لتطبيق مبدأ الإفصاح والشفافية في المعلومات المتداولة في بورصة الأوراق المالية ، وتم التعرف في حينه على المعلومات والبيانات التي يجب الإفصاح عنها من قبل الجهات الملزمة

بالإفصاح ، وذلك منذ صدور القرار من قبل السلطة المختصةً بالترخيص في تأسيس الشركة ، والذي يدخل حالياً في دولة الإمارات العربية المتحدة ضمن اختصاص هيئة الأوراق المالية والسلع استناداً للقرار الصادر عن المجلس الوزاري للخدمات رقم ٣/٣ المؤرخ في ٢٠٠٧/٥/٢ ، حيث تتلقى الهيئة منذ التاريخ المذكور طلبات تأسيس الشركات المساهمة العامة وكذلك استكمال كافة الإجراءات الخاصة بذلك والإشراف عليها بدلاً من إدارة التجارة الداخلية في وزارة الاقتصاد .

وتأتي بعد الإعلان عن تأسيس شركة المساهمة مرحلة الإعلان عن الاكتتاب في الأوراق المالية الصادرة عنها وما يتضمن ذلك من معلومات وبيانات يلتزم مؤسسو الشركة بالإفصاح عنها تجاه الجمهور لغرض الترويج للاكتتاب ، وكذلك تجاه الجهات المختصة بمن فيها هيئة الأوراق المالية والسلع باعتبارها الجهة المختصة قانوناً في الوقت الحاضر بتلقي طلبات التأسيس والترخيص للاكتتاب .

ثم تمتد هذه المرحلة إلى أن تقوم الجهة المصدرة بالطلب إلى السلطات ذات الاختصاص لقبول إدراج أوراقها المالية في البورصة ، وما يتطلب ذلك من إفصاح عن المعلومات والبيانات التي نصت عليها التشريعات الخاصة بالإدراج والقيد في البورصة .

وتبدو أهمية المعلومات والبيانات المفصح عنها في هذه المرحلة من عمر الشركة وخطورتها في الوقت نفسه ، في أنها تعمل على التأثير في تحديد سلوك الجمهور بالاستثمار في تلك الأوراق من عدمه ، وقد يستمر هذا التأثير إلى ما بعد هذه المرحلة .

ومن جهتها لا تتمكن القنوات التي تنقل تلك المعلومات والبيانات وتوصلها إلى متلقيها من المستثمرين وغيرهم في التمييز بين أن تكون تلك المعلومات حقيقية أو كاذبة ، فجميع المعلومات الواردة تقع في مركز متساو من حيث المصداقية من جهة مستخدم تلك المعلومات ، وفي المقابل لا يميز المستثمرون البسطاء الذين يمثلون شريحة واسعة من المتعاملين في الأوراق المالية بين أن تكون المعلومات

المفصح عنها حقيقية أو كاذبة ، وبالتالي يكون أولئك أكثر الفئات احتمالاً للتعرض لعمليات النصب والاحتيال والكذب المفضي إلى الاستحواذ على أموالهم وبالتالي إلى تعرضهم للخسارة الحتمية .

وقد يلجأ المسؤولون لدى الجهات المصدرة وهم يعلنون عن نشرة الاكتتاب في السوق الأولية (سوق الإصدار) وما تتضمنه من مستندات ، وتلك المتعلقة بـ "النشرة التمهيدية " عند الإدراج في البورصة ، إلى تضمينها بعض المعلومات والبيانات غير الحقيقية تحقيقاً لأغراض معينة في ذهن المؤسسين .

ونظراً لأهمية نشرة الاكتتاب في توجيه الجمهور إلى الاستثمار في الأوراق المالية من عدمه ، يجب أن تكون إرادة من يقدم على الاكتتاب من الجمهور خالية من أي عيب من عيوب الرضا ومنها التدليس ، وإلا كان الاكتتاب مشوباً بعيب الرضا المفضي إلى البطلان ، بالإضافة إلى ما يترتب على ذلك من جزاءات فرضها المشرع على المخالف لأحكام القانون في هذا الشأن.(١)

وليس للوسيلة التي تعلن من خلالها المعلومات أو البيانات من أثر في المسؤولية من عدمه ، حيث يشمل الإفصاح الكاذب السابق للإدراج جميع المعلومات والبيانات سواء منها الواردة في نشرة الاكتتاب ، أم تلك الصادرة في صورة بيانات صحفية ، بالإضافة إلى الأخبار المنشورة في الصحف والمجلات نقلاً عن الجهات المصدرة ومن يمثلها وغير ذلك من النشرات والبيانات المتعلقة بالجهات المصدرة وبالأوراق المالية الصادرة عنها ، أي بكل ما يتعلق بالإعلان لغرض الترويج للاكتتاب في الأوراق وتلك المتعلقة بطلبات الإدراج .

وتتنوع المعلومات الواردة في مرحلة الاكتتاب ، فقد ترد المعلومة الكاذبة في نوع الشركة (الجهة المصدرة) كما لو قامت شركة ذات مسؤولية محدودة بالدعوة إلى الاكتتاب العام في أسهم أو سندات لحسابها ، مما يؤدي إلى تعرض المؤسسين أو

---

(1) د.وحي فاروق لقمان ، سلطات ومسؤوليات المديرين في الشركات التجارية ، دار الفكر العربي ، القاهرة ، مصر ، بدون سنة نشر ، أصل الكتاب رسالة دكتوراه تم مناقشتها بتاريخ ١٩٩٨/٦/٢٤ ، ص ٤٣٣ .

المديرين الذين قاموا بتوجيه الدعوة إلى الجمهور للاكتتاب وكل من عرض هذه الأوراق لحساب الشركة للعقاب ، وقد يتعلق الكذب بالمعلومات المتعلقة بالشركاء ، وقد يكون الكذب في المعلومات المتضمنة في النشرات الإعلامية للشركة .[1]

ثانياً : الكذب في الإفصاح اللاحق لإدراج الأوراق المالية في البورصة :

لا يقتصر خطر الكذب والتضليل في المعلومات المفصح عنها على السوق الأولية (سوق الإصدار) فقط ، بل يتعدى خطره ليشمل السوق الثانوية (سوق التداول) أيضاً ، وفي هذه المرحلة يكون الخطر أكبر ، لأن تأثير الكذب في المعلومات المفصح عنها خلال هذه المرحلة سوف يمتد إلى فئة أكبر مما هي عليه في السوق الأولية ، الأمر الذي يتطلب معه زيادة الرقابة على ما يصدر عن الجهات الملزمة بالإفصاح من معلومات وبيانات وخاصة الجهات المدرجة ، وذلك للتحقق من صحة تلك المعلومات وتحقق الشفافية فيها ، وفي الوقت نفسه التشدد في فرض العقوبات الرادعة لأي مظاهر أو ممارسات غير مشروعة قد تمس تطبيق هذا المبدأ .

وقد يتعرض مبدأ الإفصاح والشفافية في هذا الجانب إلى انتهاكات من خلال تقديم معلومات وبيانات كاذبة ومضللة في جميع صور الإفصاح بعد إدراج الأوراق المالية في البورصة ، فقد يتحقق الكذب في كل من المعلومات والبيانات الدورية ، وكذلك في المعلومات الفورية المؤثرة ، وقد يمتد الكذب ليشمل الإفصاح عن المصالح وملكية الأوراق المالية من قبل الأشخاص والجهات الملزمة بالإفصاح في تلك الحالات وما يتحقق لديهم من مصالح ، ومن هنا لا يؤثر في المسؤولية المترتبة على الإفصاح الكاذب كون هذا الكذب قد امتد إلى مرحلة الإفصاح الدوري عن المعلومات أو إلى الإفصاح الفوري أو الإفصاح عن ملكية الأوراق المالية .

---

(1) د.غنام محمد غنام ، مرجع سابق ، ص ٦٧- ٦٨ ، وقد نص قانون الشركات المصري رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١ في المادة ١/١٦٢ على العقوبة التي يتعرض لها الشخص المخالف بالحبس مدة لا تقل عن سنتين وبغرامة لا تقل عن ألفي جنيه ولا تزيد على عشرة آلاف جنيه أو بإحدى هاتين العقوبتين . وسيتم تناول جميع تلك الصور من الإفصاح الكاذب في الفرع الثاني ضمن موضوع صور وأدوات الإفصاح الكاذب .

الفرع الثاني

صور وأدوات الإفصاح الكاذب

تتعدد صور الكذب في الإفصاح عن المعلومات في بورصة الأوراق المالية تبعاً لنوع الجهة المصدرة ، أو الشركاء فيها ، فقد يتخذ الكذب صورة الإعلان عن مشروع وهمي ، أو الإعلان عن وجود ربح وهمي للمنشأة ، وغير ذلك من صور الإفصاح الكاذب .

هذا من جهة ، ومن جهة ثانية قد يتم الاستعانة بأدوات لتحقيق ما يهدف إليه مقدمو تلك المعلومات من وراء الإفصاح الكاذب ، هي في حقيقتها وسائل مشروعة للإفصاح عن المعلومات ، ولكن تستخدم تلك الوسائل لتحقيق أغراض غير مشروعة ، الأمر الذي تتحقق معه تبعاً لذلك مسؤولية ، ومن ثم محاسبة كل من يثبت تورطه في الاشتراك بها سواء بإعدادها أم باعتمادها أم بالتوقيع عليها أم تقديمها للجهات المستفيدة منها ، ومن تلك الأدوات الميزانية ، ودفاتر المنشأة ، وحسابات الأرباح والخسائر ، والنشرات الإعلامية ، وغير ذلك من الأدوات الأخرى .

لذلك سيتم تناول صور الإفصاح الكاذب ابتداءً ، ثم الانتقال إلى الأدوات التي يتم من خلالها الإفصاح الكاذب ، وذلك من خلال الفقرتين التاليتين .

أولاً : صور الكذب في المعلومات المفصح عنها :

يتخذ الإفصاح الكاذب صوراً متعددة قد يتعلق بعضها بنوع المنشأة ، وبعضها بالشركاء ، وبعضها الآخر صورة الإعلان عن مشروع وهمي ، أو أن يتم الإعلان عن تحقيق ربح وهمي للمنشأة ، وجميع تلك الصور من الإفصاح الكاذب تعاقب عليها التشريعات المنظمة لبورصات الأوراق المالية وقوانين الشركات .

وقد حدد المشرع الإماراتي الأفعال التي تُعدّ من قبيل حالات الإفصاح الكاذب بما يلي :[١]

١. الإثبات عمداً في عقد الشركة أو نظامها أو في نشرات الاكتتاب أو غيرها من الوثائق بيانات كاذبة أو مخالفة لأحكام القانون ، وما يرتبط بذلك من إجراءات من بينها التوقيع على تلك المستندات أو توزيعها .

٢. توجيه الدعوة من قبل المؤسسين أو المديرين (بحسب الأحوال) إلى الجمهور للاكتتاب لحساب شركة ذات مسؤولية محدودة [٢] ، بينما ذهبت بعض القوانين المقارنة إلى عدم تحديد ذلك بالشركات ذات المسؤولية المحدودة ، وأطلقت النص ليشمل حكمه جميع أنواع الشركات ، ومن تلك القوانين كل من القانون القطري [٣] ، والقانون الكويتي الذي لم يشترط أن يكون مرتكب الفعل من المؤسسين أو المديرين ، وإنما أطلق النص ليشمل كل من وجه الدعوة للاكتتاب .[4]

وباعتقادنا أنه كان الأولى على المشرع الإماراتي أن يحذو حذو كل من المشرع القطري والمشرع الكويتي في إطلاق النص ، ليشمل الحظر جميع أنواع الشركات عدا شركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم ولا يحدد الحظر فقط في الدعوة للاكتتاب في أسهم أو سندات لحساب شركة ذات مسؤولية محدودة ، وذلك لأن العلة في الحظر المذكور متوفرة في جميع أنواع الشركات سواء أكانت شركات أشخاص أو شركات أموال عدا شركات المساهمة وشركات التوصية

---

(1) المادة ٣٢٢ من قانون الشركات التجارية الاتحادي لدولة الإمارات العربية المتحدة رقم ٨ لسنة ١٩٨٤ .

(2) المادة ٣٢٢/ ٥ من قانون الشركات التجارية الاتحادي لدولة الإمارات العربية المتحدة رقم ٨ لسنة ١٩٨٤ التي تنص على ((٢- كل مؤسس أو مدير وجه الدعوة إلى الجمهور للاكتتاب في أسهم أو سندات شركة ذات مسؤولية محدودة وكل من عرض هذه الأوراق لحساب الشركة)) .

(3) المادة ٣٢٣ / ٤ من قانون الشركات القطري رقم ٥ لسنة ٢٠٠٢ التي تنص على ((٤- كل مؤسس أو مدير وجه الدعوة إلى الجمهور للاكتتاب في أوراق مالية أياً كان نوعها لحساب شركة غير شركات المساهمة والتوصية بالأسهم ، وكل من عرض هذه الأوراق للاكتتاب لحساب الشركة)) .

(4) انظر المادة ٢٤٦ / ٢ من قانون الشركات التجارية الكويتي رقم ١٥ لسنة ١٩٦٠ التي تنص على ((٢- كل من وجه الدعوة إلى الجمهور للاكتتاب في أسهم أو سندات صادرة باسم شركات غير مساهمة)) .

بالأسهم لأن فكرة الاكتتاب لا يتصور وجودها إلا في هاتين الشركتين دون الأنواع الأخرى من الشركات ، بالإضافة إلى ضرورة عدم تحديد المشرع الإماراتي هذا الحظر بالمؤسسين أو المديرين كفاعلين وإنما ليحكم كل من يقوم بتوجيه الدعوة للاكتتاب في أوراق مالية لشركات غير شركات المساهمة أو شركات توصية بالأسهم.

٣. التقويم – بسوء نية – للحصص العينية المقدمة من بعض المساهمين بأكثر من قيمتها الحقيقية .

٤. قيام مدير الشركة أو عضو مجلس إدارتها بتوزيع أرباح أو فوائد على خلاف أحكام القانون أو عقد الشركة أو نظامها ، ويشمل ذلك مراجع الحسابات الذي يصادق على هذا التوزيع .

٥. قيام مدير الشركة أو أي من أعضاء مجلس إدارتها أو المصفِ بذكر بيانات جوهرية بشكل عمدي ، قاصداً في ذلك إخفاء حقيقة المركز المالي والاقتصادي للمنشأة .

٦. الذكر عمداً في الميزانية أو في حساب الأرباح والخسائر أو الإغفال عمداً عن أي بيانات جوهرية بقصد إخفاء المركز المالي والاقتصاذي الحقيقي للشركة من قبل مدير أو عضو مجلس الإدارة أو المصفِ .

ولبيان حقيقة هذه الصور من الإفصاح الكاذب سوف يتم التطرق إليها من خلال الفقرات التالية :

١. الكذب في المعلومات المتعلقة بنوع الشركة :

يشترط للاكتتاب في الأسهم أن تصدر من شركة مساهمة عامة أو من شركة توصية بالأسهم ، ولا يجوز أن يدعى للاكتتاب في أسهم شركة ذات مسئولية محدودة أو شركة تضامنية أو غير ذلك من أنواع الشركات ، وقد قررت القوانين ، ومنها قانون الشركات الإماراتي عقوبة الحبس مدة لا تقل عن ثلاثة أشهر ولا

تتجاوز سنتين وبغرامة لا تقل عن عشرة آلاف درهم ولا تتجاوز مائة ألف درهم أو بإحدى هاتين العقوبتين على كل مؤسس أم مدير وجه الدعوة للاكتتاب في أسهم شركة ذات مسؤولية محدودة .[١]

ونعتقد أن كل من المشرع القطري وأيضاً المشرع الكويتي كانا موفقين في هذا الخصوص عندما لم يحددا نوع الشركة التي يتم الإعلان عن الاكتتاب في أسهمها ، وجعلا النص عاماً في أي شركة غير شركات المساهمة بالنسبة للمشرع الكويتي وغير شركات المساهمة والتوصية بالأسهم بالنسبة للمشرع القطري ، وذلك حتى ينطبق النص العقابي على حالة الإخلال بصرف النظر عن الشكل القانوني للشركة التي يدعى للاكتتاب في أسهمها سواء أكانت شركة ذات مسؤولية محدودة أم تضامنية أم غير ذلك من أنواع الشركات من غير شركات المساهمة أو شركات التوصية بالأسهم ، وذلك لتحقق العلة من الحظر المذكور بالنسبة لجميع أنواع الشركات عدا شركة المساهمة وشركة التوصية بالأسهم .[٢]

٢. الكذب في المعلومات المتعلقة بالشركاء :

هناك صورتان للكذب في المعلومات المتعلقة بالشركاء في شركة المساهمة ، أو المتعلقة بالشركاء غير المتضامنين في شركة التوصية بالأسهم ، الصورة الأولى تتمثل في الكذب في تقويم الحصص العينية للشركاء ، أما الصورة الثانية فتتمثل فيما يعرف بالاكتتاب الصوري أو التسخير [٣] ، وسوف يتم تناول هاتين الصورتين فيما يلي :

---

(1) المادة ٣٢٢/ ٢ من قانون الشركات التجارية الاتحادي لدولة الإمارات العربية المتحدة رقم ٨ لسنة ١٩٨٤ ، وبنفس الاتجاه قضت المادة ١٦٢/ ٤ من قانون الشركات المصري رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١.

(2) انظر المادة ٣٢٤ / ٤ من قانون الشركات التجارية القطري رقم ٥ لسنة ٢٠٠٢ ، والمادة ٢٤٦ / ٢ من قانون الشركات التجارية الكويتي رقم ١٥ لسنة ١٩٦٠ ، بينما جاء المشرع الأردني بنص عام في معاقبة كل شخص يقوم بإجراء اكتتابات صورية للأسهم أو قبول الاكتتابات فيها بصورة وهمية أو غير حقيقية لشركات غير قائمة أو غير حقيقية المادة ٢٧٨ / أ – ٢ من قانون الشركات الأردني رقم ٢٢ لسنة ١٩٩٧ .

(3) د.غنام محمد غنام ، مرجع سابق ، ص ٧٠- ٧٦ .

أ- الكذب في تقويم الحصص العينية :

سبقت الإشارة إلى أن الأصل في حصص رأس المال هو أن تكون نقدية ، - واستثناءً - بالإمكان أن تقدم حصص عينية وفقاً للشروط التي نصت عليها قوانين الشركات التجارية ، حيث يجب في حالة تقديم هذا النوع من الحصص أن تسدد تلك الحصص كاملةً عند الاكتتاب ، بعكس الحال في الحصص النقدية التي يجوز تسديد نسبة من قيمتها عند الاكتتاب ، وتسديد الباقي خلال مدة معينة يحددها نظام الشركة حسبما تم تفصيله في المبحث التمهيدي .[١]

وضماناً لحقوق جميع المساهمين - وكذلك دائني الشركة - وحمايةً لمصالحهم فقد قررت التشريعات التي أجازت تقديم الحصص العينية مقابل المساهمة في رأس المال ، وضع الضوابط في عملية تقدير تلك الحصص ، ومن تلك الضوابط إنشاء لجان إدارية متخصصة لغرض تقويم تلك التقديرات ومن ثم عرض تقرير لجان التقويم على الجمعية التأسيسية للشركة لإقرارها ، بالإضافة إلى حظر تداول الأسهم الممثلة لتلك الحصص خلال مدة معينة نصت عليها تلك التشريعات .[٢]

وقد يحصل أن يغالى في تقدير الحصص العينية فيشكل ذلك مخالفة صريحة للقانون وتعدياً واضحاً على حقوق المساهمين ودائني الشركة ، الأمر الذي جعل قوانين الشركات تقرر تجريم من يعمل على هذا التقدير عن قصد ، وهذا ما ذهب إليه كل من القانون الإماراتي والقانون المصري والقانون الأردني وقوانين دول أخرى .[٣]

---

(1) انظر ص ٦٥ من هذا الكتاب .

(2) عباس مرزوق فليح العبيدي ، الاكتتاب في رأس مال الشركة المساهمة ، مكتبة دار الثقافة للنشر والتوزيع ، عمّان ، الأردن ، ١٩٩٨ ، ص٧٢ ؛ انظر المادة ٨٧ من قانون الشركات الاتحادي لدولة الإمارات العربية المتحدة رقم ٨ لسنة ١٩٨٤ .

(3) المادة ٣٢٢ / ٣ من قانون الشركات الاتحادي لدولة الإمارات العربية المتحدة رقم ٨ لسنة ١٩٨٤ ، والمادة ٣٦١/ج من قانون الشركات التجارية البحريني رقم ٢١ لسنة ٢٠٠١ ، والمادة ٢٤٦/ ٣ من قانون الشركات التجارية الكويتي رقم ١٥ لسنة ١٩٦٠ ، بينما لم يرد في القانون الأردني ما يدل على معاقبة من يغالي عن عمد في تقويم الحصص العينية بالرغم من أنه أجاز إصدار الأسهم مقابل حصص عينية بالضوابط التي نص عليها .

وقد كان قانون الشركات العماني أكثر تحديداً من بين تلك القوانين ، عندما حدد الزيادة في التقدير بنسبة ٢٥% عن السعر الحقيقي للحصة العينية حتى تتحقق المسؤولية على من قام بهذا التقدير غير الحقيقي للحصة العينية المقدمة في رأس المال عند الاكتتاب ، بالإضافة إلى ذلك فإن القانون المذكور قد فصّل في العقوبة بين أن يقع التقدير للحصص العينية بنية الغش وبين أن يكون عن إهمال فشدد في العقوبة إذا وقع التقدير عن غش وعمد .[١]

ب- الاكتتاب الصوري (التسخير) :

قد يستخدم بعض المستثمرين أشخاصاً آخرين ليقوموا بالاكتتاب بدلاً منهم لأسباب قد تمنعهم هم شخصياً من الاكتتاب والظهور أمام الملأ ، كأن يكونوا من غير جنسية البلد الذي تؤسس فيه الشركة التي يكتتب في أسهمها ، أو أن ذلك الاستتار هو طريقة للاستحواذ على أسهم الشركة والسيطرة عليها .[٢]

ولم يرد في أغلب القوانين بشكل صريح حظر الاكتتاب الصوري أو ما يعرف بالتسخير ، ولا معاقبة من يقوم بهذا الفعل عدا ما ورد في بعض القوانين في النص على معاقبة كل من يثبت عمداً في مستندات المنشأة بيانات كاذبة أو مخالفة لأحكام القانون ، ومن تلك القوانين التي وردت فيها هذه الإشارة قانون الشركات الاتحادي لدولة الإمارات العربية المتحدة رقم ٨ لسنة ١٩٨٤ بالإضافة إلى قانون الشركات التجارية البحريني رقم ٢٨ لسنة ١٩٧٥ [٣] ، كما ورد النص في قانون الشركات الكويتي رقم ١٥ لسنة ١٩٦٠ على عدم جواز الاكتتاب أكثر من مرة واحدة ، وحظر الاكتتاب الصوري أو الاكتتاب بأسماء وهمية أو بغير ذلك

---

(1) انظر المادة ١٧٠/ ج من قانون الشركات العُماني رقم ٤ لسنة ١٩٧٤ التي قضت بفرض عقوبة الحبس من ثلاثة أيام إلى ثلاث سنوات أو الغرامة من عشرة إلى خمسمائة ريال عماني أو بكلتيّ العقوبتين كل من يقوم بنية الغش بتقدير قيمة أي مقدمات عينية في رأسمال شركة بمبلغ يزيد على ٢٥% عن سعرها الحقيقي ، بينما عاقبت المادة ١٧١/ د بغرامة من عشرة إلى خمسمائة ريال عماني كل من يقوم عن إهمال بتقدير أي مقدمات عينية في رأسمال شركة بأكثر من سعرها الحقيقي ، دون تحديد لنسبة الزيادة الحاصلة في التقدير .

(2) د.غنام محمد غنام ، مرجع سابق ، ص ٧٣ .

(3) المادة ٣٢٢ / ١ من قانون الشركات الاتحادي لدولة الإمارات العربية المتحدة رقم ٨ لسنة ١٩٨٤ ، والمادة ٣٦١/ أ من قانون الشركات التجارية البحريني رقم ٢١ لسنة ٢٠٠١ .

من الطرق [١] ، وكذلك الحال بالنسبة لقانون الشركات الأردني رقم ٢٢ لسنة ١٩٩٧ .[٢]

٣. الكذب المتمثل بالإعلان عن وجود مشروع وهمي :

قد يتخذ الإفصاح الكاذب صورة الإعلان عن مشروع وهمي ، وتتم هذه الصورة من الكذب من خلال الإعلان من قبل القائمين على المنشأة بذلك ، لإيهام الجمهور بوجود مثل هذا المشروع ، أو لتحقيق ربح لتحسين أوضاع المنشأة والمركز المالي لها .

ويحكم المسؤولية في هذه الصورة من الكذب القواعد العامة في قانون العقوبات المتعلقة بجريمة النصب ، وعلى هذا الأساس تخضع هذه الصورة للعقاب في كافة القوانين العقابية المقارنة ، وعلى ذلك سارت أحكام القضاء بما فيها أحكام القضاء المصري .[٣]

٤. الكذب المتمثل بالإفصاح عن توزيع أرباح صورية :

تتمثل صورة الإفصاح عن توزيع أرباح صورية حسب ما قررته التشريعات المالية في فعلين إجراميين متتاليين ، حيث يتمثل الفعل الأول في صورة توزيع أرباح صورية ، ثم يأتي الفعل الثاني في صورة المصادقة على هذا التوزيع ، وتشترط قوانين الشركات على تحقق هذين الفعلين لقيام المسؤولية ،

---

(1) المادة ٨٥ مكرر من قانون الشركات التجارية الكويتي رقم ١٥ لسنة ١٩٦٠ ، وباعتقادنا إن عبارة " الأسماء الوهمية " التي وردت في هذه المادة لا يمكن تصور وقوعها ذلك أن الاسم الوهمي هو اسم لشخص غير موجود وإن الشخص الذي سيدون اسمه في الاكتتاب يجب أن يقدم من الشهادات والمستندات ما تثبت وجوده حقيقة ، وبالتالي فإن نص المشرع الكويتي قد تزيد بالنص في المادة المذكورة بعبارة الأسماء الوهمية وكان الأولى به الاكتفاء بالنص على حظر الاكتتاب الصوري .

(2) المادة ٢٧٨ / ٢ من القانون المذكور .

(3) حيث يُعد من الطرق الاحتيالية التي تتحقق فيها جريمة النصب أن يستعين الجاني في تأييد مزاعمه بنشر إعلانات عن نفسه وعن مشروعه ، كما تتوافر جريمة النصب ولو كان بمقدور الجاني تحقيق ما ادعاه ؛ انظر حكم محكمة النقض المصرية في الطعن رقم ١٦٢٥ نقض ، بتاريخ ١٣ ديسمبر ١٩٧٠ ، لسنة ٤٠ القضائية ، مجموعة الأحكام الصادرة من الهيئة العامة للمواد الجنائية ومن الدائرة الجنائية ، القاعدة رقم ٢٩٤ ، السنة ٢١ ، العدد ٣ ، ص ١٢١٢ ، القاهرة ، مصر .

ومن ثم العقاب على مرتكبيها ، لذلك لكي تتحقق هذه الصورة من الإخلال يجب أن يصدر قرار من الجمعية العمومية بالمصادقة على توزيع هذه الأرباح بناءً على توصيات صادرة من مجلس الإدارة للجهة المدرجة ، وأن يوضع قرار الجمعية العمومية موضع التنفيذ من قبل مجلس الإدارة ، ويذهب الباحث مع الرأي الفقهي القائل بكفاية صدور قرار مجلس إدارة الجهة المدرجة بتوزيع الأرباح حتى تتحقق المسؤولية عن هذا التوزيع ، وذلك لتحقق العلة من هذا التوزيع للأرباح الذي يهدف إيهام الجمهور والجهات الرقابية بكفاءة أوضاع الشركة ومركزها المالي .[١]

وعادة ما يتم توزيع أرباح صورية من خلال عدة أشكال ، فقد يكون الأصل لهذه الأرباح هو جزءاً مقتطعاً من رأس المال يوزع على أنه أرباح متحققة للمنشأة ، وقد تتحقق الأرباح الصورية من خلال إعادة تقويم جميع أو بعض أصول المنشأة فيحتسب الفارق بين هذا التقدير والقيمة المحددة في عقد التأسيس على أنه أرباح بالشكل الذي يعطي الانطباع بازدهار المنشأة بينما الحقيقة ليست بهذه الصورة ، كما قد يحدث أن تحقق المنشأة أرباحاً في سنة ما إلا أن أصولها تنخفض في السنة نفسها وحينذاك يجب تعويض هذا الانخفاض في قيمة رأس المال قبل توزيع الأرباح ، فإذا ما قام المسؤولون في المنشأة بتوزيع الأرباح وعدم تعويض النقص في رأس المال ، فهنا تتحقق المخالفة وتترتب المسؤولية على من قام بهذا التوزيع أو صادق عليه مع علمه بذلك ، وتتحقق الأرباح الصورية في بعض الأحيان عندما يقتطع جزء من الاحتياطي القانوني ويوزع على صورة أرباح على المساهمين ، علماً بأن الاحتياطي القانوني يأخذ حكم رأس المال ، بالإضافة إلى أنه يمثل ضماناً لدائني المنشأة .[٢]

وقد نص المشرع الإماراتي على عدم جواز توزيع أرباح صورية ، وحمّل مجلس إدارة الشركة المسؤولية تجاه المساهمين والدائنين عن هذا الفعل غير

(1) د.غنام محمد غنام ، مرجع سابق ، ص ٩٤ .

(2) المرجع السابق ، ص ٩٧- ٩٩ .

المشروع [١] ، كما عاقب كل مدير أو عضو مجلس إدارة وزع أرباحاً أو فوائد على خلاف القانون أو عقد الشركة بالحبس مدة لا تقل عن ثلاثة أشهر ولا تتجاوز سنتين وبغرامة لا تقل عن عشرة آلاف درهم ولا تتجاوز مائة ألف درهم أو بإحدى هاتين العقوبتين ، وتشمل العقوبة أيضاً مراجع الحسابات الذي يصادق على مثل هذا التوزيع وهو يعلم بالمخالفة .[٢]

بينما كان المشرع العماني أكثر شمولاً في تحديد الأشخاص الذين ينطبق عليهم نص التجريم الذي يسري على كل شخص يشترك مع علمه بالأمر في توزيع أرباح صورية لشركة تجارية على أساس ميزانية مغشوشة أو دون ميزانية أو على أساس قائمة جرد أو حساب أرباح وخسائر مغشوشين [٣] ، وكذلك قضى المشرع الأردني بمعاقبة كل شخص يقوم بتوزيع أرباح صورية أو غير مطابقة لحالة المنشأة الحقيقية .[٤]

ثانياً : الأدوات المستخدمة في الإفصاح الكاذب :

قد لا تكون للمعلومات الكاذبة أو المضللة تأثير على القناعات لدى الأطراف المستفيدة من المعلومات إذا تجردت تلك المعلومات من الأدوات التي توصلها إلى مستخدميها ، ولكن بوجود الأدوات تفعل المعلومات الكاذبة أو المضللة فعلها في توجيه المستخدمين لها وخاصة منهم المستثمرين إلى اتجاه معين كان الغاية من وراء إظهار تلك المعلومات بمظهرها غير الحقيقي .

وتأتي في مقدمة تلك الأدوات التقارير المالية والميزانية التي تستخدم في

(1) المادة ١٩٥ من قانون الشركات التجارية الاتحادي لدولة الإمارات العربية المتحدة رقم ٨ لسنة ١٩٨٤ ، وبنفس الاتجاه في التجريم سار المشرع المصري في المادة ١٦٢/ ٥ من قانون الشركات رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١ .

(2) المادة ٣٢٢/ ٤ من قانون الشركات التجارية الاتحادي لدولة الإمارات العربية المتحدة رقم ٨ لسنة ١٩٨٤ ، أما المشرع المصري فقد فرض عقوبة مشددة على المخالف بالحبس مدة لا تقل عن سنتين وبغرامة لا تقل عن ألفي جنيه ولا تزيد على عشرة آلاف جنيه – يتحملها المخالف شخصياً – أو بإحدى هاتين العقوبتين . انظر المادة ١٦٢/ ٥ من قانون الشركات المصري رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١ .

(3) المادة ١٧٠/ د من قانون الشركات التجارية العُماني رقم ٤ لسنة ١٩٧٤ .

(4) المادة ٢٧٨/ أ- ٥ من قانون الشركات الأردني رقم ٢٢ لسنة ١٩٩٧ .

الإفصاح عن المعلومات ، بالإضافة إلى دفاتر وسجلات الجهة المصدرة ، وحساب الأرباح والخسائر والقوائم المالية والنشرات الدورية والنشرات الإعلامية ، فتستغل تلك الأدوات من قبل الذين أعدوها لتوجيه مستخدميها وجهة غير الوجهة الحقيقية ، ولبيان ماهية تلك الأدوات وطبيعة المعلومات المفصح عنها من خلالها ، سوف نتناولها في الفقرات التالية :

١. الكذب في التقارير المالية :

تُعد التقارير المالية الصادرة عن الجهات المصدرة للأوراق المالية من الأدوات التي من خلالها يتحقق الإفصاح عن المعلومات الخاصة بتلك الجهات ، ولا تُعد تلك التقارير غاية في حد ذاتها وإنما هي أدوات تهدف إلى توصيل المعلومات من الجهات الملزمة بالإفصاح إلى الجهات المستفيدة منه ، لتتمكن من اتخاذ القرارات الاستثمارية الصائبة ، بالإضافة إلى تمكين الجهات الرقابية والحكومية من اتخاذ القرارات ذات الصلة بالتنمية وتطوير الاقتصاد الوطني .

وتلبي التقارير المالية حاجات أطراف متعددة ولاسيما المتعاملين في الأوراق المالية ، كونهم الطرف الذي لا يتمكن من الحصول على المعلومات عن أداء الجهات المصدرة إلا من خلال هذا النوع من الأدوات ، وبالتالي فلا سبيل لأولئك إلا بالاعتماد على المعلومات التي تتضمنها تلك التقارير ، والتي تشتمل على معلومات تعين المستثمرين على اتخاذ القرارات الاستثمارية الصائبة .(١)

وتُعد المعلومات التي تتضمنها التقارير المالية وكذلك ما تحتويه الميزانية من معلومات والإعلان عن توزيعات الأرباح ، بالغة الخطورة على استقرار التعامل في بورصة الأوراق المالية ، لذلك يجب أن تكون المعلومات والبيانات التي تتضمنها تلك المستندات صحيحة بشكل كامل لا لبس فيها ولا غموض ، وذلك لاعتماد شريحة كبيرة من المستثمرين في البورصة على ما تتضمنه من معلومات

(1) د.طارق عبدالعال حماد ، تحليل القوائم المالية لأغراض الاستثمار ومنح الائتمان ، مرجع سابق ، ص ٣١- ٣٢ ؛ د.محمود كبيش ، مرجع سابق ، ص ٣٢٥ .

وبيانات تساعدهم في اتخاذ القرارات الاستثمارية ، بالإضافة إلى الجهات الرقابية في الدولة ، أما إذا وصل الكذب أو التضليل إلى محتويات التقارير المالية فإن ذلك يشكل خطراً كبيراً على حقوق المستثمرين بشكل خاص وكذلك على البورصة والاقتصاد الوطني بشكل عام .

وتتمثل إحدى صور الكذب التي قد ترد في التقارير المالية في حالة الإعلان عن توزيع أرباح صورية ، كأن يتم الإعلان للجمهور عن تحقيق أرباح لشركة عقارية مثلاً بينما الحقيقة هي ارتفاع أسعار الأصول العقارية التي تمتلكها هذه المنشأة ، فهذا الإعلان يُعد من قبيل الإفصاح الكاذب ، ذلك لأنه يتضمن إيهاماً للجمهور بتحقيق أرباح خلافاً للواقع مما يهيب بهم إلى الإقدام على شراء أسهم تلك الشركة أو بيعها أو الاحتفاظ بها تبعاً لمعطيات التقرير .

وقد نصت بعض القوانين صراحةً على فرض عقوبة على من يقوم بإعداد التقارير المالية إذا ما تضمنت تلك التقارير بيانات كاذبة ، ومنها القانون الإماراتي والقانون المصري والقانون الأردني ، وقد اختص القانون البحريني من بين تلك القوانين في أنه فرّق في العقوبة بين الفعل العمد والإهمال ، بينما اشترطت القوانين السابقة أن يتم هذا الفعل عن عمد [1] ، ويعتقد الباحث أن صورة الإهمال فيما تتضمنه التقارير المالية من معلومات كاذبة تخضع للقواعد العامة في التشريعات الجزائية بالنسبة للقوانين التي لم تتناول تلك التفرقة .

٢. الكذب في الميزانية :

تُعدّ الميزانية من الوثائق الهامة في عملية الإفصاح عن البيانات المالية وعن المعلومات المتعلقة بأوضاع الشركة ومركزها المالي وفيما إذا كان في وضع

(1) المادة ٣٢٢ / ٦ من قانون الشركات الاتحادي لدولة الإمارات العربية المتحدة رقم ٨ لسنة ١٩٨٤ ، والمادة ٨/١٦٢ من قانون الشركات المصري رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١ ، والمادة ٢٧٨ / ٤ من قانون الشركات الأردني رقم ٢٢ لسنة ١٩٩٧ ، وقد اشترطت تلك القوانين لتوقيع العقوبة أن يكون مراجع الحسابات الذي وضع التقرير كان متعمداً في تضمينه بيانات كاذبة ، بينما قرر المشرع البحريني عقوبة أشد في العمد مفرقاً بينه وبين الإهمال بالنسبة لهذه الصورة من الإخلال ، انظر المادة ٣٦١ / ز ، والمادة ٣٦٢ / ز من قانون الشركات البحريني رقم ٢١ لسنة ٢٠٠١ .

جيد أم يعتريه خلل في الأداء ، وبالإضافة إلى دور الميزانية كأداة يقاس من خلالها المركز المالي ، فإنها تُعد كذلك أداة لقياس المطالبات على الموارد ، حيث تقابل الأصول فيها كل من الالتزامات ، بالإضافة إلى حقوق المساهمين .(١)

ومن المتصور أن يرد الكذب في الميزانية ابتداءً من خلال الجرد الذي يجريه الموظف المسؤول في المنشأة ، ويوصف فعله ذلك بالتزوير ، كون مستندات الجرد التي يقدمها مخالفة للواقع ، أما دور باقي الجهات كالمحاسبين لدى الجهة المصدرة ومراجعي الحسابات فيوصف فعلهم بالكذب في التقارير التي يعدونها ، لأنها أعدت على أساس مزور ، وكان الأولى بتلك الجهات أن تكشف ذلك التزوير في مستندات الجرد التي أعدها الموظف المسئول ، وبالتالي تتحقق مسؤوليتهم من جراء عدم التزامهم بواجبات المهنة التي تحتم عليهم التقيد بمتطلبات معينة عند إعداد التقارير المالية للمنشأة قبل اعتمادها ، وتحري الدقة في فحص المستندات التي أُعدت على أساسها البيانات المالية .(٢)

ويتحقق الكذب في الميزانية من خلال نوعين من الأفعال ، فقد يتحقق في صورة فعل إيجابي ، وذلك بتضمين الميزانية بيانات كاذبة عن واقع المنشأة مغاير للحقيقة ، كما قد يتحقق في صورة فعل سلبي ، أي بإغفال وقائع جوهرية من مفردات الميزانية ، وقد أكدت على مسؤولية من يقدم على هذا الفعل قوانين كثيرة ، وعاقبت مرتكبي تلك الصور من الكذب في مستندات المنشأة ، ومن تلك القوانين القانون الإماراتي .(٣)

ويؤثر الكذب الذي يرد في الميزانية في حقوق أطراف متعددة باعتبارها أداة لتقييم المركز المالي للمنشأة ، فيؤثر ذلك سلباً في حقوق المساهمين الحاليين

(1) د.طارق عبدالعال حماد ، تحليل القوائم المالية لأغراض الاستثمار ومنح الائتمان ، مرجع سابق ، ص ٩٩ .

(2) د.غنام محمد غنام ، مرجع سابق ، ص ٧٩- ٨٠ .

(3) المادة ٣٢٢/ ٥ من قانون الشركات الاتحادي لدولة الإمارات العربية المتحدة رقم ٨ لسنة ١٩٨٤ حيث عاقبت كل مدير أو عضو مجلس إدارة أو مصفي ذكر عمداً بيانات كاذبة في الميزانية أو أغفل عمدا ذكر وقائع جوهرية بقصد إخفاء حقيقة المركز المالي للمنشأة ، وفي نفس الاتجاه المادة ٣٦١/ ز من قانون الشركات البحريني رقم ٢١ لسنة ٢٠٠١ ، والمادة ١٧٠/ هـ من قانون الشركات العُماني رقم ٤ لسنة ١٩٧٤ .

والمحتملين في مدى صواب قراراتهم ، كون الميزانية في هذه الحالة لا تعطي الصورة الحقيقية لوضع المنشأة ، بالإضافة إلى ما سبق فإن الكذب الوارد في الميزانية يؤثر أيضاً في الاقتصاد الوطني للدولة ذلك أن الميزانية على هذه الصورة سوف تعطي صورة مغلوطة عن أوضاع المنشأة وحقيقة المركز المالي لها للجهات الرقابية في الدولة .

ويعتقد بعض الباحثين أن المسؤولية عن الكذب في الميزانية لا تتحقق بمجرد النشر ، وإنما باعتماد الميزانية من قبل الجمعية العمومية للشركة ووضعها تحت تصرف المساهمين للاطلاع عليها .(١)

ومن جهتنا فإننا نخالف الرأي السابق ، ذلك أن البيانات والمعلومات التي تتضمنها الميزانية سواء أكانت تعبر عن وقائع حقيقية أم كاذبة فسيتحقق أثرها في الجمهور بمجرد الإفصاح عنها بأي وسيلة من وسائل الإعلان ، وليس فقط عند اعتمادها ووضعها تحت تصرف المساهمين ليتمكنوا من الاطلاع عليها ، فقد يفصح عن بعض مفرداتها قبل اعتمادها من قبل الجمعية العمومية ، وبالتالي يتحقق تأثير تلك المعلومات فيمن تصله بصرف النظر عن اعتمادها من قبل الجمعية العمومية من عدمه .

٣. الكذب في الدفاتر التجارية للجهة المصدرة :

تُعد دفاتر الشركة التجارية من المستندات ذات الأهمية الكبيرة في بيان المركز المالي للشركة وأوضاعها الاقتصادية في السوق ، وقد تستخدم هذه الدفاتر أداة للكذب على المساهمين الحاليين والمحتملين بغية تحقيق أغراض مُعينة لدى منظمي تلك الدفاتر .

ونظراً للحجية التي يضفيها القانون على هذا النوع من المستندات ، فقد اعتبر الكذب في البيانات الذي تتضمنه نوعاً من الوسائل الاحتيالية التي يعاقب

(1) د.غنام محمد غنام ، مرجع سابق ، ص ٨٢ .

عليها القانون ، وهذا الاتجاه قد سار عليه القضاء ، وخاصة القضاء الفرنسي في القضايا المعروضة عليه في هذا الشأن .[١]

٤. الكذب في حساب الأرباح والخسائر :

يُعد حساب الأرباح والخسائر من الأدوات التي قد يساء استخدامها جنباً إلى جنب مع باقي أدوات الإفصاح ، وذلك لإظهار المنشأة بالمظهر المالي والاقتصادي المزدهر ، بشكل يؤدي حتماً إلى جذب المستثمرين سواءً عند الإدراج أم عند التداول في البورصة ، كونه يُعد من عوامل زرع الثقة لدى الجمهور من المساهمين الحاليين والمحتملين ، ويعطي صورة غير حقيقية للمركز المالي والاقتصادي للمنشأة تجاه الجهات الرقابية في الدولة .

ويرتبط الكذب في حساب الأرباح والخسائر بصور الكذب التي تم التطرق إليها سابقاً في صور الإفصاح الكاذب ، كالإفصاح عن توزيع أرباح صورية ، مما يعمل على زيادة الإقبال من قبل الجمهور على الاستثمار في أسهم هذه المنشأة .

ونظراً للخطورة التي يمثلها الكذب الذي يتضمنه حساب الأرباح والخسائر في زعزعة الثقة في البورصة ، فقد نص المشرع على تجريم كل من يعمل على استخدام هذه الوسيلة بشكل غير مشروع ويضمنها بيانات ومعلومات كاذبة عن أوضاع المنشأة أو يغفل عمداً عن ذكر مثل تلك البيانات [٢] ، وعلى هذا الأساس فإن العقاب يشمل الجانب الإيجابي بتضمين حساب الأرباح والخسائر بيانات كاذبة ، وكذلك الجانب السلبي بالإغفال عمداً عن تضمين بيانات معينة .

٥. الكذب في النشرات الإعلامية :

عندما تتم الموافقة على تأسيس الشركة من قبل الجهات الرسمية المانحة

---

(1) المرجع السابق ، ص ٣٤ .

(2) المادة ٣٢٢ / ٥ من قانون الشركات التجارية الاتحادي لدولة الإمارات العربية المتحدة رقم ٨ لسنة ١٩٨٤ ، والمادة ٣٦١ / ز من قانون الشركات البحريني رقم ٢١ لسنة ٢٠٠١ .

للترخيص تبدأ مرحلة جديدة من حياة الشركة هي مرحلة الاكتتاب في أسهمها ، ولغرض وصول الاكتتاب إلى علم الجمهور يتوجب على المؤسسين أن يعلنوا عن هذا الاكتتاب في وسائل الإعلام المتعددة ، وعادة تنص التشريعات على وجوب أن يتم النشر من خلال الصحف اليومية ، وعلى ذلك نصت قوانين الشركات ، بما فيها قانون الشركات الإماراتي .(١)

وتجيز بعض القوانين ومنها القانون المصري للمؤسسين بعد تقديمهم نشرة الاكتتاب إلى الهيئة العامة لسوق المال وقبل إقرارها من قبلها ، الترويج والدعاية للاكتتاب ، كتوزيع نشرة الاكتتاب والإعلانات والنشرات الدورية والخطابات واستطلاع الآراء عن مدى إمكانية الاكتتاب ، على أن يشار في جميع تلك المستندات إلى أن نشرة الاكتتاب معروضة على الهيئة العامة لسوق المال للنظر في إقرارها .(٢)

إلا أن تلك المعلومات والبيانات التي تتضمنها تلك النشرات قد تكون معلومات غير صحيحة ، فتقع المسؤولية على من تثبت مشاركته في تضمين تلك النشرات لأي معلومات أو بيانات كاذبة ، وقد نصت قوانين الشركات التجارية على مسؤولية أولئك الأشخاص وفرضت العقوبة المناسبة عليهم .(٣)

ويُعد من الطرق الاحتيالية ما ينشر من إعلانات كاذبة ومضللة في الصحف والمجلات عن المساهمة في رأس مال شركات الغاية منها فقط الاستيلاء

---

(1) المادة ٧٧ من قانون الشركات التجارية الاتحادي لدولة الإمارات العربية المتحدة رقم ٨ لسنة ١٩٨٤ ، والمادة ١٦ من اللائحة التنفيذية لقانون الشركات المصري والتي اشترطت أن تعلن النشرة وتعديلاتها وتقرير مراقب الحسابات بعد إقرارها من الهيئة في صحيفتين يوميتين إحداهما على الأقل باللغة العربية وفي صحيفة الشركات قبل بدء الاكتتاب بخمسة عشر يوماً ، بينما لم يرد في قانون الشركات الأردني إشارة إلى هذا الإعلان وشروطه واكتفت المادة ١٠٢/ ب بأن يجري الاكتتاب بشكل يتفق مع أحكام هذا القانون والقوانين النافذة الأخرى .

(2) المادة ١٧ من اللائحة التنفيذية لقانون الشركات المصري رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١ ، ولا يوجد مثل هذا النص في قانون الشركات الاتحادي في دولة الإمارات العربية المتحدة .

(3) المادة ٣٢٢ / ١ من قانون الشركات الاتحادي رقم ٨ لسنة ١٩٨٤ ، والمادة ١٦٢/ ١ من قانون الشركات المصري رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١ ، وفي قانون سوق رأس المال المصري رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ عاقبت المادة ٦٣/ ٣،٤ بالحبس مدة لا تزيد على خمس سنوات وبغرامة لا تقل عن خمسين ألف جنيه ولا تزيد على مائة ألف جنيه لمن اثبت أو اصدر عمداً بيانات غير صحيحة في نشرات الاكتتاب أو اوراق التأسيس أو غيرها من التقارير أو الوثائق أو الإعلانات تتعلق بالأوراق المالية أو بالجهات المصدرة .

على أموال الجمهور ، بالرغم من قدرة الفاعلين في بعض الأحيان على القيام بتلك المشروعات أو إنجاح المنشآت التي قاموا بتأسيسها ، ويولي القضاء المصري أهمية بالغة لما ينشر على وسائل الإعلام من نشرات تتضمن معلومات كاذبة ومضللة من خلال شركات يهدف مؤسسوها إلى الاستيلاء على أموال الجمهور باستعمال طرق احتيالية من شأنها الإيهام بوجود مشروع كاذب وإحداث الأمل بحصول ربح وهمي ، ودرجت الأحكام القضائية على تجريم ومعاقبة مرتكبي هذه الأفعال غير المشروعة .(1)

الفرع الثالث

المسؤولية المترتبة على الإفصاح الكاذب ووسائل مواجهته

لا تنتهي مسؤولية الأطراف الملزمة بالإفصاح عن المعلومات والبيانات المتعلقة بالأوراق المالية عند حد تنفيذ هذا الواجب فحسب ، بل تتعداه إلى ما بعد الإفصاح ، وذلك في ضمان شفافية تلك المعلومات والبيانات المفصح عنها ومصداقيتها .

وسيتم تناول المسؤولية عن مدى صحة المعلومات المفصح عنها من خلال تناول مسؤولية كل من الجهات المصدرة ومراجعي الحسابات والأشخاص الذين يجب عليهم الإفصاح عن المصالح وملكية الأوراق المالية وشركات الخدمات المالية والمحللين الماليين ووسائل الإعلام ، وذلك من خلال الفقرات التالية :

أولاً : مسؤولية الجهات المصدرة عن الإفصاح الكاذب :

عندما أوجب القانون على الجهات المصدرة للأوراق المالية أن تفصح عن كافة المعلومات والبيانات سواءً منها الدورية أم الفورية فإنه كان يرمي في الدرجة

---

(1) انظر حكم محكمة النقض المصرية في الطعن رقم ١٦٢٥ لسنة ٤٠ القضائية في الجلسة المؤرخة ١٣ ديسمبر ١٩٧٠ ، مجموعة الأحكام الصادرة من الهيئة العامة للمواد الجنائية ومن الدائرة الجنائية ، السنة ٢١ ، العدد ٣ ، المكتب الفني ، محكمة النقض ، مطبعة دار القضاء العالي ، القاهرة ، مصر ، ص ١٢١٢- ١٢٢٠ .

الأولى في ذلك إلى تحقيق الاستقرار في بورصة الأوراق المالية وليس مجرد الإفصاح ، فإذا كانت المعلومات والبيانات المفصح عنها يتخللها الكذب والتضليل فإن النتائج الضارة المترتبة على ذلك تكاد تكون متشابهة في حالة عدم الإفصاح أو التأخر فيه ، أو حالات التعامل الداخلي إن لم تفقها في الضرر ، لذلك فإن النتيجة واحدة بين الإفصاح الكاذب وعدم الإفصاح والتعاملات الداخلية ، وهي العمل على زعزعة الثقة في البورصة والاعتداء على استقرارها وعلى حقوق المتعاملين فيها مما يؤدي بهم إلى اتخاذ القرارات بشكل عشوائي وغير مدروس [1] ، بالإضافة إلى تضليل الجهات الرقابية في الدولة نتيجة تزويدها بمعلومات وبيانات كاذبة .

لأجل ذلك وإلى جانب تحديد المشرع للجهات المصدرة للمعلومات والبيانات الواجب الإفصاح عنها ، قرر كذلك الجزاءات الرادعة لحالات الإفصاح الكاذب ، ورتب مسؤولية عدة أطراف عن الإفصاح الكاذب من بينهم المديرون فيها ورئيس وأعضاء مجلس الإدارة للجهات المصدرة باعتبارهم الفاعلين الرئيسيين في عملية الإفصاح عن المعلومات والبيانات التي تخص تلك الجهات في مسيرتها السابقة وخططها المستقبلية .

وإن مسؤولية المديرين وأعضاء مجلس الإدارة عن حالات الإفصاح الكاذب الواردة في نشرات الاكتتاب ، أو في التقارير الدورية كحالات الإعلان عن توزيع أرباح صورية على المساهمين ، تمتد إليهم تحت طائلة المسؤولية الجنائية والمدنية على السواء ، حيث تتحقق المسؤولية الجنائية وفق النصوص التشريعية التي تحظر مثل تلك الممارسات وتعاقب عليها .[2]

وقد فرض المشرع الإماراتي عقوبة الحبس مدة لا تقل عن ثلاثة أشهر ولا تتجاوز سنتين وبغرامة لا تقل عن عشرة آلاف درهم ولا تتجاوز مائة ألف

---

(1) د.بلال عبدالمطلب بدوي ، مرجع سابق ، ص١٢٧ .

(2) د.حمزة علي المدني ، القانون التجاري (الأعمال التجارية – التاجر – الشركات التجارية – الأوراق التجارية) ، ط٥ ، دار المدني ، جدة ، المملكة العربية السعودية ، ٢٠٠١ ، ص ٢٧٧ .

درهم أو بإحدى هاتين العقوبتين على من يرتكب إحدى الحالات التي نص عليها المشرع في القانون بحسب الأحوال ، وهي :[1]

١. كل من أثبت عمداً في وثائق الشركة بما فيها عقد تأسيس الشركة أو نظامها أو نشرات الاكتتاب بيانات كاذبة .

٢. المؤسس أو مدير الشركة الذي يقوم بتوجيه الدعوة للجمهور للاكتتاب في أوراق مالية لحساب شركة ذات مسؤولية محدودة ، وكل من يقوم بعرض تلك الأوراق لحساب الشركة .

٣. من يقوم بتقويم الحصص العينية المقدمة من المساهمين بسوء قصد بأكثر من قيمتها الحقيقية .

٤. كل من قام بتوزيع أرباح أو فوائد على المساهمين خلافاً للقانون أو عقد الشركة أو نظامها ، وكل مراجع حسابات صدّق على هذا التوزيع .

٥. كل مدير أو عضو مجلس إدارة الشركة أو المصفِ الذي يذكر عمداً بيانات كاذبة في الميزانية أو في حساب الأرباح والخسائر قاصداً من وراء ذلك إخفاء حقيقة المركز المالي للشركة .

٦. مراجع حسابات الجهة المصدرة الذي يضع عمداً تقرير كاذب عن نتيجة مراجعته ، أو يتعمد إخفاء وقائع جوهرة في التقرير .

٧. مفتشو الشركات الذين يثبتون عمداً في تقاريرهم وقائع كاذبة ، أو يغفلون عن عمد ذكر وقائع جوهرية من شأنها التأثير في نتيجة التفتيش على الشركات .

ويلاحظ على النصوص العقابية التي سنها المشرع الإماراتي في قانون الشركات الاتحادي رقم ٨ لسنة ١٩٨٤ وفي قوانين دول أخرى كالقانون المصري والقانون الأردني أنها فرضت العقوبات على الأشخاص الذين تنطبق عليهم تلك

---

(1) المادة ٣٢٢ من قانون الشركات التجارية الاتحادي لدولة الإمارات العربية المتحدة رقم ٨ لسنة ١٩٨٤ .

النصوص دون تحديد للجرائم التي تقع عن عمد أو بدون عمد ، بينما كان المشرع البحريني أكثر تحديداً في تفصيله العقوبة بين من يرتكب الجريمة عن عمد وبين من يرتكبها عن إهمال وتقصير فشدد في العمد .(١)

ولا تتوقف المسؤولية عند حد الجزاءات المقررة على مرتكبي تلك الأفعال بل تتعداها إلى ترتيب المسؤولية المدنية على الأشخاص في الحالات المذكورة عند تعرض المستثمر للضرر نتيجة تلك الأفعال وذلك وفقاً لقواعد المسؤولية المدنية .(٢)

وعن موقف المشرع المصري من هذه الأفعال غير المشروعة التي يقوم بها المديرون ورئيس وأعضاء مجلس إدارة الجهة المصدرة فقد قرر ابتداءً بطلان كل تصرف أو تعامل أو قرار يصدر على خلاف القواعد المقررة في القانون أو خلاف أحكامه دون إخلال بحقوق الغير حسن النية (٣) ، كما فرض عقوبة الحبس مدة لا تقل عن سنتين وبغرامة لا تقل عن ألفيّ جنيه مصري ولا تزيد على عشرة آلاف جنيه على كل من قام بالإفصاح الكاذب في حالات ذكرها المشرع بالتفصيل ، والتي تتضمن حالات الإفصاح الكاذب في نشرات الإصدار والإفصاح الكاذب في نوع الشركة وفي تقويم الحصص العينية وفي توزيع الأرباح والتزوير في سجلات الشركة أو الإفصاح الكاذب فيها ، بالإضافة إلى فرض العقوبة المذكورة على كل مراجع حسابات تعمد وضع تقرير كاذب عن نتيجة مراجعته أو أخفى أو أغفل عمداً وقائع جوهرية في التقرير الذي يقدمه للجمعية العمومية .(٤)

أما المشرع الأردني فقد فرض عقوبة الحبس من سنة إلى ثلاث سنوات والغرامة التي لا تقل عن ألف دينار أردني ولا تزيد على عشرة آلاف دينار أردني على كل من يقوم بالإفصاح الكاذب ، وقد عدد المشرع في المادة نفسها الحالات

---

(1) انظر المادة ٣٦١/ ز والمادة ٣٦٢/ ز من قانون الشركات البحريني رقم ٢٨ لسنة ١٩٧٥.
(2) د.حمزة علي المدني ، مرجع سابق ، ص ٢٧٧ .
(3) المادة ١٦١/ ١ من قانون الشركات المصري رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١ .
(4) المادة ١٦٢ من قانون الشركات المصري رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١ .

التي تنطبق على فاعليها هذه العقوبة [١] ، كما فرض المشرع الأردني جزاءً مالياً على الشركة المصدرة بالغرامة التي لا تقل عن ألف دينار أردني ولا تتجاوز عشرة آلاف دينار مع إبطال الفعل المخالف إذا رأت المحكمة ذلك .[٢]

أما عن موقف المشرع الأمريكي من الإفصاح الكاذب في القوائم المالية ، فقد نص على عدد من الضوابط وألزم مجلس إدارة المنشأة الذي تصدر عنه تلك القوائم بالتقيد بها ومراعاتها عند إعدادها لتلك القوائم ، ومن أهم تلك الضوابط أن تأخذ إدارة المنشأة بنظر الاعتبار وهي تُعِد تلك القوائم الغرض في استمرار المنشأة ما لم يكن هناك ما يشير إلى عدم قدرة المنشأة في الاستمرار .[٣]

وفي المقابل فقد منح المشرع الأمريكي لجنة الأوراق المالية والبورصة سلطة رفض إدراج أية ورقة مالية إذا تبين وجود كذب في البيانات التي تتضمنها استمارة الإدراج [٤] ، كما يحق للجنة المذكورة إيقاف التعامل للورقة المالية إذا تبين لها أن المعلومات المفصح عنها غير صحيحة [٥] ، ويجوز لها أيضاً فرض غرامات مالية أو إصدار أوامر بالإيقاف من خلال إجراءات إدارية أصبحت من الوسائل الهامة التي تملكها اللجنة المذكورة في مواجهة الممارسات غير المشروعة التي ترتكب في البورصات الأمريكية .[٦]

ثانياً : مسؤولية مراجعي الحسابات عن الإفصاح الكاذب :

يُعد مراجع الحسابات عنصراً أساسياً في حلقة الرقابة على إدارة المنشأة بمن فيها شركة المساهمة وشركة التوصية بالأسهم وغيرها من الجهات المصدرة

---

(1) المادة ٢٧٨ من قانون الشركات الأردني رقم ٢٢ لسنة ١٩٩٧.

(2) المادة ٢٧٩ من قانون الشركات الأردني رقم ٢٢ لسنة ١٩٩٧.

(3) د.زينب أحمد عزيز حسين ، مرجع سابق ، ص ١٥٨ .

(4) المادة ٦ من قانون الأوراق المالية لسنة ١٩٣٣ ؛ د.محمد فاروق عبدالرسول ، مرجع سابق ، ص ٦١- ٦٢ .

(5) المادة ١٢ من قانون بورصة الأوراق المالية الأمريكي لسنة ١٩٣٤ ؛ د.محمد فاروق عبدالرسول ، مرجع سابق ، ص ٦٢ .

(6) Report about: How the S.E.C. " protects investors and maintains market integrity " , Washington D.C., 2002, pp.:2 -19 ،
نقلا عن : د.محمد فاروق عبدالرسول ، مرجع سابق ، ص ٦٣ .

للأوراق المالية ، فهو يمارس دوره الرقابي من خلال الاطلاع على جميع دفاتر تلك الجهات وسجلاتها ومستنداتها ، وله في سبيل تحقيق ما توجبه عليه واجبات مهنته الحق في طلب ما يراه ضرورياً لديها لاكتمال مهمته التي تتمثل في الفحص والتحقق من أن حسابات الجهة المكلف بمراجعة حساباتها قد أُعدت وفقاً للقواعد المحاسبية المعتمدة ، والتزامه في تطبيق ذلك يستند على الالتزام بتحقيق عناية وليس التزاماً بتحقيق نتيجة ، وبالتالي فلا تنعقد مسؤوليته بمجرد تحقق الضرر بسبب النتائج التي يتوصل إليها في التقرير الذي يُعده ، وإنما يستوجب ذلك إقامة الدليل على تقصيره في أداء واجباته المهنية .(١)

ومن الأفعال التي يعاقب عليها القانون مراجع الحسابات تلك المتعلقة بالإخلال بواجباته في الرقابة على أعمال المنشآت التي يتولى مراجعة وتدقيق حساباتها تمهيداً للإفصاح عن المعلومات والبيانات المالية المتعلقة بها ، ومنها إعطاء أو تأكيد معلومات كاذبة عن وضع الجهة المكلف بمراجعة حساباتها ، أو إخفاء بعض المعلومات من التقرير المالي ، سواء أوردت تلك المعلومات في نشرة الاكتتاب ، أم وردت في النشرة التمهيدية لغرض الإدراج أم في التقارير المالية الصادرة بعد الإدراج .(٢)

وهناك عدد من الحالات في مدى قيام مراجع الحسابات بواجباته المهنية من خلال الإفصاح عن أي خلل يكون قد تحقق في المركز المالي للمنشأة في مقابل مسؤولية مجلس إدارة المنشأة عن الإفصاح عن ذلك الخلل ، وتلك الحالات هي(٣)

---

(1) د.علي سيد قاسم ، مرجع سابق ، ص ١١٦- ١١٨ .

(2) المرجع السابق ، ص٣٢٠- ٣٢٥ ، وقد نص المشرع الإماراتي في المادة ١٥١ من قانون الشركات التجارية الاتحادي لدولة الإمارات العربية المتحدة رقم ٨ لسنة ١٩٨٤ على مسؤولية مراجع الحسابات قبل الشركة عن أعمال الرقابة وعن صحة البيانات الواردة في تقريره ، بينما كان المشرع المصري أكثر وضوحاً وتحديداً للأفعال التي قد تقع من مراجع الحسابات ذلك بالنص على تجريم ومعاقبة كل من أثبت في نشرات الإصدار بيانات كاذبة أو مخالفة لأحكام القانون أو وقع عليها ، وذلك في المادة ١٦٢ / ١ ، ٦ من قانون الشركات المصري رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١ .

(3) د. زينب أحمد عزيز حسين ، مرجع سابق ، ص ١٥٩- ١٦٠ .

الحالة الأول : أن يفصح مراجع الحسابات عن الخلل في المركز المالي للمنشأة تبعاً لإفصاح مجلس الإدارة في تقريره ، وفي هذه الحالة لا مسؤولية على مراجع الحسابات ولا على مجلس إدارة المنشأة .

الحالة الثانية : أن لا يفصح مجلس إدارة المنشأة عن الخلل في مركزها المالي ، وفي هذه الحالة يكون مراجع الحسابات بين ثلاثة فروض :

الفرض الأول : أن يعجز مراجع الحسابات عن اكتشاف الخلل نتيجة تقصيره في بذل العناية الواجبة لكشف الخلل ومن ثم الإفصاح عنه ، أو يكون قد توفر لديه العلم بذلك ومع ذلك لم يفصح عمداً عن ذلك الخلل ، وفي هذا الفرض تتحقق مسؤولية كل من مراجع الحسابات ومجلس إدارة المنشأة .

الفرض الثاني : أن ينجح مراجع الحسابات في اكتشاف الخلل في المركز المالي للمنشأة ويفصح عنه في التقرير الصادر عنه ، وهنا تتحقق مسؤولية مجلس الإدارة دون مراجع الحسابات .

الفرض الثالث : أن يعجز مراجع الحسابات في اكتشاف الخلل في المركز المالي للمنشأة بالرغم من بذله العناية الواجبة لكشف الخلل ، وفي هذا الفرض درجت محكمة الاستئناف الأمريكية في الأحكام الصادرة عنها بعدم مسؤولية مراجع الحسابات في القضية المرفوعة من مجلس إدارة المنشأة الجديد المراجع .

وتتمثل صور التلاعب التي تُمارس في التقارير المالية من قبل مراجع الحسابات بالتواطؤ من جهة الإدارة لغرض إظهار الوضع المالي والاقتصادي للمنشأة بالمظهر الإيجابي خلافاً للواقع بما يلي :[1]

١. فقد يقوم مراجع الحسابات بتغيير النتائج النهائية للمنشأة من خلال إدارة الأرباح بشكل يؤدي إلى ظهور المنشأة بموقف مالي إيجابي .

---

(1) د.عبدالرحيم الريّح محمود ، مرجع سابق ، ص ٩٣- ٩٤ .

٢. إحداث تغييرات في التقديرات الحسابية للمنشأة بشكل مخالف للواقع .

٣. عدم التحقق من المعلومات والبيانات المالية بشكل صحيح بما في ذلك المعلومات والبيانات الواردة من تقارير المراجعة الداخلية .

٤. رفع مقدار الأرباح لأغراض قد تتعلق بزيادة حجم مكافآت أعضاء مجلس الإدارة ، أو للتأثير في سعر السهم في البورصة .

٥. إجراء تغييرات في المركز المالي للمنشأة لأغراض قد تتعلق بالرغبة في التهرب من دفع الضرائب أو الرغبة في تغطية عجز أو خسائر لدى إدارة الشركة .

٦. التلاعب في سجلات المنشأة من خلال عدم إثبات إيرادات كاستلام شيكات أو مبالغ نقدية مستلمة عن مبيعات ، أو عدم إثبات مصروفات أو فوائد مستحقة وتأجيلها إلى السنة التالية .

٧. التغاضي عن تلاعب المحاسبين الداخليين في سجلات ومستندات المنشأة .

ولبيان الصورة في المسؤولية القانونية التي تترتب على مراجع الحسابات نتيجة عدم التزامه بالواجبات المهنية في الكشف عن الخلل في إفصاح الجهات التي يتولى مراجعة حساباتها ، سوف نتناول الأنواع الثلاث لتلك المسؤولية بشكل موجز ، وهي كل من المسؤولية الجنائية والمسؤولية المدنية والمسؤولية التأديبية في الفقرات التالية :

١. المسؤولية الجنائية :

تتوزع مسؤولية مراجع الحسابات في نوعين من الأفعال الماسة بمنشآت الأعمال ، فقد تتحقق مسؤوليته عن أفعال صادرة عنه بصفته فاعلاً أصيلاً في الحالات التي تشكل إخلالاً بواجبات وظيفته ، وقد يشترك مع غيره في أفعال أخرى إذا ما تحقق تواطؤه مع فاعلين أصليين كالمديرين أو أعضاء مجلس الإدارة ،

وكلا النوعين من تلك الأفعال يعاقب عليهما القانون ، وذلك وفق النصوص الخاصة أو وفقاً للقواعد العامة في قانون العقوبات .[١]

حيث يُسأل مراجع الحسابات جنائياً عن أفعال نص المشرع على تجريمها في قانون العقوبات وقوانين أخرى خاصة كقانون الشركات ، ومن تلك الأفعال جريمة إعطاء أو تأكيد معلومات أو بيانات كاذبة أو مضللة من خلال تقريره ، ويشترط لتحقق المسؤولية الجنائية لمراجع الحسابات عن هذه الجريمة توافر أركانها وهي:[٢]

أ. الركن المادي المتمثل بإعطاء أو تأكيد معلومات كاذبة حول وضع المنشأة .

ب. الركن المعنوي الذي يتخذ صورة القصد الجنائي بتحقق سوء النية لدى مراقب الحسابات ، ويكفي لتحقق الركن المعنوي القصد الجنائي العام الذي يفترض بالمراجع علمه بكذب المعلومات دون اشتراط اتجاه النية للإضرار بالمنشأة أو بالمساهمين أو بالغير ، وقد نص على هذا الحكم المشرع الفرنسي .[3]

وقد نص المشرع الإماراتي على معاقبة مراجع الحسابات الذي يضع عمداً تقرير كاذب عن نتيجة مراجعته أو يخفي عمداً وقائع جوهرية في تقريره بالحبس مدة لا تقل عن ثلاثة أشهر ولا تتجاوز سنتين وبغرامة لا تقل عن عشرة آلاف درهم ولا تتجاوز مائة ألف درهم أو بإحدى هاتين العقوبتين .[٤]

٢. المسؤولية المدنية :

تتحقق أركان المسؤولية المدنية لمراقب الحسابات عن إفصاحه عن معلومات كاذبة أو مضللة أو عجزه عن كشف تلك المعلومات أو إخفائه عمداً

---

(1) د.محمود كبيش ، مرجع سابق ، ص ٣٠٩ وما بعدها .

(2) المرجع السابق ، ص ٣٢٠- ٣٢١ ؛ د.علي سيد قاسم ، مرجع سابق ، ص ٢٥١ .

(3) وقد نصت المادة ٤٥٧ من قانون الشركات الفرنسي رقم ٥٣٧ لسنة ١٩٦٦ على هذا الحكم ودرجت أحكام القضاء الفرنسي على ذلك .

(4) المادة ٣٢٢/ ٦ من قانون الشركات التجارية الاتحادي لدولة الإمارات العربية المتحدة رقم ٨ لسنة ١٩٨٤ ؛ وكذا الحال بالنسبة للمشرع المصري الذي عاقب مراجع الحسابات عند ارتكابه هذه الجريمة بالحبس مدة لا تقل عن سنتين وبغرامة لا تقل عن ألفي جنيه ولا تزيد على عشرة آلاف جنيه أو بإحدى هاتين العقوبتين ، انظر المادة ٦/١٦٢ من قانون الشركات المصري رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١ .

معلومات عن المنشأة ، وتتحقق في نفس الأفعال أو الامتناع أركان المسؤولية الجنائية فتترتب المسؤولية الجنائية ، وقد لا تتحقق أركان المسؤولية الجنائية في الفعل أو الامتناع وبالتالي يبقى مراجع الحسابات مسؤولاً من الناحية المدنية فقط دون الجنائية تجاه الجهة المتضررة من فعله أو امتناعه .

كما يصبح مراجع الحسابات ملتزماً بتعويض الضرر الذي يصيب الشركة أو المساهمين أو الغير نتيجة خطئه في ممارسته لمهام مهنته بعدم التزامه بالواجبات التي تحتم عليه الكشف عن أي خلل في الإفصاح عن المركز المالي للمنشأة التي يراجع حساباتها بإعطاء أو تأكيد معلومات أو بيانات كاذبة ، وبعدم قيامه بواجباته الرقابية ، ولا فرق لدى المشرع الفرنسي في شأن هذه المسؤولية في مواجهة المنشأة والمسؤولية في مواجهة المساهمين والغير ، ولا فرق كذلك لدى المشرع الفرنسي بين تقرير المسؤولية العقدية من جهة والمسؤولية التقصيرية من جهة ثانية ، أما المشرع المصري فقد فرق بين دعوى الشركة ودعوى المساهم أو الغير تجاه مراجع الحسابات فقرر المسؤولية العقدية في دعوى الشركة ضد المراجع والمسؤولية التقصيرية في دعوى المساهم أو الغير حسن النية ضد المراجع .[1]

٣. المسؤولية التأديبية :

حرصت الجمعيات المهنية في كافة الدول على وضع القواعد المنظمة لمهنة المحاسبة والمراجعة وإقرار نظام لتأديب مراجعي الحسابات بالشكل الذي يهدف إلى وضع إطار سليم لممارسة هذه المهنة ، بالإضافة إلى ردع لمن يخرج عن إطار هذه القواعد .[2]

---

(1) د.زينب أحمد عزيز حسين ، مرجع سابق ، ص ١٦٣- ١٦٥ ؛ انظر المادة ١٠٩ من قانون الشركات المصري رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١ في الرجوع على مراجع الحسابات بالمسئولية العقدية أو التقصيرية حسب الأحوال ، والفقرة الثانية من نفس المادة في اشتراط توافر حسن النية لدى الغير لتحقق مسئولية المراجع تجاهه .

(2) د.زينب أحمد عزيز حسين ، مرجع سابق ، ص ١٨٢ .

وقد عرّفت المحكمة الإدارية المصرية في حكمها الصادر بتاريخ ١٩٧٢/٦/٢ المسؤولية التأديبية " بأن مناط المسؤولية التأديبية هو إخلال الموظف بواجبات وظيفته إيجاباً أو سلباً أو إتيانه عملاً من الأعمال المحظورة عليه ، فكل موظف يخالف الواجبات التي تنص عليها القوانين واللوائح أو القواعد التنظيمية العامة أو أوامر الرؤساء الصادرة في حدود القانون أو يخرج عن مقتضى الواجب في أعمال وظيفته أو يقصر في تأديتها بما تتطلبه من حيطة ودقة وأمانة أو يخل بالثقة المشروعة في هذه الوظيفة ، إنما يرتكب ذنباً إدارياً يسوغ تأديبه " ، كما عرفها البعض من الباحثين بأنها " كل فعل أو امتناع عن فعل مخالف لقاعدة قانونية لمقتضى الواجب ، يصدر عن العامل أثناء أداء الوظيفة أو خارجها بما ينعكس عليها بغير عذر مقبول " .(١)

وعن الإطار التشريعي لتقرير المسؤولية التأديبية على مراجع الحسابات فقد نص المشرع المصري في قانون نقابة التجاريين المصرية رقم ٤٠ لسنة ١٩٧٢ على عدم جواز قيام عضو النقابة بأي عمل يتنافى مع كرامة المهنة ، وقبل ذلك قرر دستور نقابة المحاسبين والمراجعين المصرية لسنة ١٩٥٨ ملامح هذه المسؤولية .(٢)

ويتراوح الجزاء التأديبي الذي يطال مراجع الحسابات إذا ما ثبت تقصيره في مهام مهنته بعد إجراء التحقيق معه بين لفت النظر ، والإنذار ، والإيقاف عن العمل لمدة محددة وإسقاط العضوية من النقابة .(٣)

ومن المسائل المتفق عليها أن المسؤولية القانونية بأنواعها الثلاث الجنائية والمدنية والتأديبية تقع على عاتق مراجع الحسابات في حال ثبوت أركانها بحقه

---

(1) المرجع السابق ، ص ١٨٢ .

(2) انظر المادة ٤٢ من قانون نقابة التجاريين المصرية رقم ٤٠ لسنة ١٩٧٢ ؛ د.زينب أحمد عزيز حسين ، مرجع سابق ، ص ١٨٣ .

(3) المرجع السابق ، ص ١٨٢ .

عندما يتقاعس أو يخل بالتزاماته المهنية من خلال الإفصاح الكاذب أو المضلل سواء كان ذلك عن علم ودراية منه أم بدون .[١]

وأخيراً وخارج نطاق المسؤولية القانونية بصورها الثلاث الجنائية والمدنية والتأديبية ، تتحقق صور أخرى من المسؤولية على مراجع الحسابات ، وتتمثل تلك الصور بالمسؤولية الدينية والمسؤولية الأخلاقية ، حيث يعتقد البعض من الباحثين أن أعمال المراجعة من سنن الله تعالى ، ذلك أنها من القواعد الأساسية والضرورية التي لا يستقيم أمر الدنيا إلا بالتقيد بها ومراعاتها في الأعمال الدنيوية ، وتنعقد المسؤولية الدينية للمراجع في حالة مخالفته قاعدة من القواعد الشرعية واجب الالتزام بها عند أدائه مهام مهنته ، ويكون جزاءه الثواب أو العقاب في الدنيا والآخرة تبعاً لالتزامه بتلك القواعد والقيم .[٢]

أما المسؤولية الأخلاقية فتترتب على مراجع الحسابات حسب أراء بعض الباحثين نتيجة إخلاله بالقيم والمبادئ الأخلاقية ، وتمتاز هذه الصورة من المسؤولية في أنها لا تثار أمام القضاء ، إلا أنه قد ثبت أنها تُعد من أهم وأخطر مسؤوليات مراجع الحسابات ، حيث ثبت من خلال الواقع المهني لمهنة المحاسبة أن هناك فجوة كبيرة بين قواعد الأخلاق من جهة وبين التطبيق المهني ومستوى الالتزام بها في واقع الممارسة المهنية .[٣]

ثالثاً : مسؤولية الأشخاص الملزمين بالإفصاح عن ملكيتهم للأوراق المالية :

أوجب المشرع في بعض الحالات الخاصة على أشخاصٍ معينين الإفصاح عن معلومات وبيانات معينة تتعلق بملكيتهم للأوراق المالية أو مصالح معينة ينوون الشروع فيهما .

---

(1) المرجع السابق ، ص ١٦٠ .

(2) المرجع السابق ، ص ١٥٧ .

(3) المرجع السابق ، ص ١٥٦ .

ويتفرع هذا الواجب إلى قسمين ، أولهما واجب عام مقـــرر علـــى جميـــع المساهمين بأن يفصحوا للهيئة العامة للأوراق المالية وإدارة البورصة عـــن مقـــدار الأوراق المالية التي يمتلكونها إذا بلغت نسبة ما يملكونه منها نصاباً معينـــاً حددتـــه التشريعات المنظمة لبورصات الأوراق المالية ، أما الواجب الثـــاني فهـــو واجـــب مقرر على المديرين وأعضاء مجلس الإدارة للشركة المصدرة بالإفـــصاح للهيئـــة العامة وإدارة البورصة عن الأوراق المالية التي يمتلكها هـــؤلاء الأشـــخاص هـــم وأزواجهم وأبناؤهم القصّر في حال توليهم تلك المناصب ، وكذلك الحـــال بالنـــسبة لرئيس وأعضاء مجلس إدارة الهيئة العامة وإدارات البورصة في الإفـــصاح عـــن ملكيتهم للأوراق المالية وما قد يتحقق لديهم من مصالح .[1]

إلا أنه قد يعمد بعض الأشخاص إلى الكذب في الإفصاح عن العمليـــات التـــي ينوون إجرائها إذا ما أدت إلى تجاوز النصاب الذي يملكونه من الأوراق المالية وذلـــك لغايات خاصة عندهم ، فلا يفصحون عن ممتلكاتهم من الأوراق المالية بشكل حقيقي أو لا يفصحون عما يمتلكون من أوراق مالية ، أو أن يفصحون عن معلومات منقوصـــة ، حيث يمثل هذا الفعل خطورة كبيرة على استقرار البورصة وعلى حقوق المتعاملين فيها ويعمل على زعزعة الثقة في التعامل مما له الأثر السلبي في استقرارها ، لذلك درجـــت التشريعات المنظمة لبورصات الأوراق المالية على فرض العقوبات المناسبة عند تحقق مثل تلك الحالات في حال مخالفتهم لما قررته القوانين في هذا الشأن .

رابعاً : مسؤولية شركات الخدمات المالية عن الإفصاح الكاذب :

تلتزم شركات الخدمات المالية بما فيها شركات الوساطة المالية وشـــركات قيد وحفظ الأوراق المالية ، بتطبيق مبدأ الإفصاح والـــشفافية [2] ، ســـواء بالنـــسبة

---

(1) المادة ٣٨ والمادة ٤٢ من القانون الاتحادي رقم ٤ لسنة ٢٠٠٠ بشأن هيئة وسوق الإمارات للأوراق المالية والسلع ، والمادة ٣٨ من قرار هيئة الأوراق المالية والسلع في دولة الإمارات العربية المتحدة رقم ٣ لسنة ٢٠٠٠ بشأن النظام الخاص بالإفصاح والشفافية .

(2) المادة ٢٢١ والمادة ٢٢٤ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري اللتين أوجبتا على شركات تكوين وإدارة محافظ الأوراق المالية وشركات السمسرة في الأوراق المالية أن تتسم الإعلانات الصادرة عنها بالأمانة والدقة وأن تمتنع وهي تصدر أي إعلان من جهتها عن إحداث أي نوع من التضليل أو الالتباس لدى عملائها أو الجمهور ولا يجوز أن تتضمن إعلاناتها أي تصريح مبالغ فيه أو ذا تأثير مضلل ، كما وعلى هذه الشركات الالتزام بالتحقق من صحة ودقة البيانات والمعلومات التي يتضمنها الإعلان .الذي تقوم به .

للمعلومات والبيانات المتعلقة بها التي أوجب المشرع تقديمها إلى الهيئة العامة للأوراق المالية وإدارة البورصة التي تعمل في ظلها ، أم تلك المعلومات والبيانات المتعلقة بعملائها وبالجهات المصدرة [1] ، بالإضافة إلى واجب تلك الشركات في الامتناع عن القيام بالإعمال والتصرفات التي من شأنها إلحاق الضرر بالبورصة أو أعضائها أو المتعاملين فيها ، أو الترتيب لأية تعاملات صورية لا تعمل على انتقال حقيقي للأوراق المالية محل عمليات التداول .[2]

وبالتالي فإذا ما صدرت عن تلك الشركات أية معلومات أو بيانات كاذبة فإنها تتعرض ومن يمثلها ممن تثبت مسؤوليته عن تقديم تلك المعلومات للمساءلة من قبل الجهات الرسمية المتمثلة بالهيئة العامة للأوراق المالية وإدارة البورصة وبالسلطات المحلية التي تخضع تلك الشركات لإشرافها ورقابتها .

وفي نطاق شركات الوساطة المالية قد تستغل تلك الشركات ثقة عملائها من خلال بعض التصرفات التي تصدر عنها تجاههم ، كأن تقوم بإعلام العميل بمعلومات كاذبة أو مضللة عن أوراق مالية معينة أو عن السوق لأسباب ترجع إلى رغبة تلك الشركات للتربح والحصول على عمولات من أطراف أخرى في الصفقات التي تتم من خلالها ، وتعد هذه المخالفة من قبل شركات الوساطة المالية في غاية الخطورة لما لذلك من أثر في زعزعة الثقة في شركات الوساطة المالية وفتح الطريق للادعاءات الكاذبة ضد تلك الشركات من قبل بعض المتعاملين في كل مرة يتعرضون فيها للخسائر [3] ، ودون تمييز بين الشركات ذات المصداقية العالية وغيرها من الشركات التي ترتكب مثل تلك الممارسات غير المشروعة .

وتترتب المسؤولية على شركات الوساطة المالية عما يصدر عنها تجاه العميل من إبداء النصيحة والمشورة له مع أخذها بعين الاعتبار ما يكون لديها عنه

---

(1) المادة ١٨ من قرار هيئة الأوراق المالية والسلع في دولة الإمارات العربية المتحدة رقم ١ لسنة ٢٠٠٠ بشأن النظام الخاص بالوسطاء .

(2) انظر المادة ٢٦/ ٢ من القانون الاتحادي رقم ٤ لسنة ٢٠٠٠ بشأن هيئة وسوق الإمارات للأوراق المالية والسلع .

(3) د.نصر على طاحون ، مرجع سابق ، ص ١٢٨- ١٢٩ .

من معلومات سبق أن قدمها لها عند إبرام الاتفاق بينهما على إدارة حسابه الاستثماري باعتبارها الوسيط المالي له ، كما تترتب مسؤولية الشركة تجاه عملائها عما يصدر عنها من إعلانات لا تتسم بالمصداقية أو أن تعمل على حجب أية حقائق أو معلومات جوهرية بشكل قد يؤثر في سلامة اتخاذ العميل أو أي مُتَلقٍّ للإعلان أو المعلومة قراره في الاستثمار بالأوراق المالية بشرائها أو بيعها أو الاحتفاظ بها .(١)

كما تترتب المسؤولية على شركات الوساطة المالية عن حالات الإفشاء للغير عن المعلومات المؤتمنة عليها الخاصة بعملائها أو ما يتعلق بتعاملاتهم دون موافقة العميل الخطية على ذلك ، عدا حالة الواجب الملقى على عاتق شركات الوساطة المالية بالإفصاح عن تلك المعلومات إلى الجهات الرقابية والأخرى المشرفة على البورصة بما فيها الهيئة العامة للأوراق المالية وإدارات البورصة .(٢)

خامساً : مسؤولية المحللين الماليين عن الإدلاء بمعلومات كاذبة أو مضللة:

يحتل المحللون الماليون مركزاً هاماً في بورصات الأوراق المالية بسبب إسهامهم من خلال التقارير التي يعدونها عن حركة التداول للأوراق المالية المدرجة والأنشطة ذات الصلة بالبورصة ، مما له الأثر الكبير في تمكين مستخدمي تلك التقارير في الوقوف على حقيقة أوضاع وظروف الجهة المصدرة ومن ثم اتخاذ القرارات الاستثمارية الصائبة .(٣)

---

(1) انظر في ذلك نص المادة ٢٢١ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري ؛ د.حسام الدين كامل الأهواني ، شركات السمسرة في الأوراق المالية تجاه عملائها في ظل قانون سوق رأس المال المصري ، بحث مقدم ضمن أعمال مؤتمر المهنيين ، المنعقد برعاية كلية القانون ، جامعة الشارقة ، الفترة ٣- ٥ ابريل ٢٠٠٤ ، كتاب الوقائع ، مركز البحوث والدراسات ، النشر العلمي ، جامعة الشارقة ، الشارقة ، الإمارات العربية المتحدة ، ٢٠٠٦ ، ص ٢٠٦- ٢١٠ .

(2) المرجع السابق ، ص ٢١١ ، وانظر في ذلك نص المادة ٢٣٠ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ .

(3) د.صالح أحمد البربري ، المسؤولية المهنية للمحلل المالي في سوق الأوراق المالية (البورصات) ، بحث مقدم ضمن أعمال مؤتمر مسئولية المهنيين المنعقد برعاية كلية القانون ، جامعة الشارقة ، الفترة ٣- ٥ ابريل ٢٠٠٤ ، كتاب الوقائع ، مركز البحوث والدراسات ، النشر العلمي ، جامعة الشارقة ، الشارقة ، الإمارات العربية المتحدة ، ٢٠٠٦ ، ص ٤٧٨ .

ويتمثل دور المحلل المالي في اعتماده على عدد من البيانات المفصح عنها من قبل الجهات المصدرة التي تصله من خلال القنوات المخولة بالإعلان ، وتتضمن تلك المستندات حسابات تلك الجهات وميزانياتها وحسابات الأرباح والخسائر للعام محل التحليل مقارنةً بالأعوام السابقة ، وذلك بعد أن يقوم المحلل المالي بفحص الحالة بما يعرف " بتقرير الحالة الصحية الاقتصادية" بالشكل الذي يتيح له بيان قدرة تلك الجهات على التمويل الذاتي والتدفقات النقدية للسنوات القادمة ومقدرتها على تحقيق الأرباح .(١)

والسؤال الذي يثور في هذا المقام هو ما المصلحة التي تعود على المحلل المالي من وراء تقديمه تحليلاً يتضمن معلومات كاذبة أو مضللة ، والجواب على ذلك هو أن أغلب المحللين الماليين يتبعون وظيفياً إما لجهات مدرجة في البورصة ، أو شركات وساطة مالية ، وفي كلتا الحالتين يكون للتبعية الوظيفية للمحلل المالي لتلك الجهات دور كبير في التأثير في نتيجة التقرير الذي يصدره والذي يصب في النتيجة لمصلحة الجهة التي يتبعها .

وتطبق على حالات تقديم المعلومات والبيانات الكاذبة والمضللة الواردة في التقارير الصادرة عن المحللين الماليين القواعد العامة في المسؤولية سواء عن طريق الخطأ أم العمد .

سادساً : مسؤولية وسائل الإعلام عن الإدلاء بمعلومات كاذبة أو مضللة :

تُعد وسائل الإعلام بما فيها المحطات التلفازية والإذاعية ومواقع الانترنت بالإضافة إلى الصحف والمجلات من القنوات الهامة في إيصال المعلومات إلى مستخدمي تلك الوسائل بمن فيهم المستثمرون في بورصات الأوراق المالية .

وتُعد وسائل الإعلام في هذا الخصوص سلاحاً ذا حدين ، من خلال ما تبثه من معلومات تتعلق بالتداول على الأوراق المالية وأنشطة البورصة والأخبار

(1) المرجع السابق ، ص ٤٧٨- ٤٧٩ .

عن الجهات المدرجة والتحليلات التي تبث من خلالها ويتلقاها كم هائل من المشاهدين والمستمعين والقراء باختلاف فئاتهم ومشاربهم .

وبالتالي يجب على إدارات وسائل الإعلام أن تتحرى المصداقية في الخبر الذي يبث من خلالها وأن تراعي الخصوصية التي يمتاز بها التعامل في البورصة والذي يختلف عن أي تعامل تجاري آخر لما للمعلومات من دور هام في هذا النشاط .

لذلك فإن أي خطأ في المعلومات التي تصدر من خلال تلك الوسائل سوف يؤدي إلى تحقق مسؤوليتها المباشرة ، إذا كانت هي مصدر المعلومة الكاذبة أو المضللة ، أو مسؤوليتها غير المباشرة تبعاً للجهة التي زودتها بتلك المعلومة ، وتطبق عليها القواعد العامة للمسؤولية عن الأضرار الناشئة عن بث المعلومات الكاذبة .

وتعد وسائل الإعلام من الوسائل التي قد تستغل بشكل كبير في الترويج للأخبار الكاذبة والإشاعات عن أخبار بورصات الأوراق المالية أو الشركات المدرجة فيها أو عن التداولات التي تتم فيها ، لذلك فقد كان المشرع الكويتي موفقاً عندما أفرد في قانون الشركات رقم ١٥ لسنة ١٩٦٠ نصاً عقابياً تضمن الحبس مدة لا تزيد على ثلاث سنوات وبغرامة لا تقل عن خمسة آلاف دينار ولا تزيد على عشرين ألف دينار لكل من روج بأية وسيلة إشاعات أو أخبار أو بيانات كاذبة عن أوضاع الشركات المدرجة في البورصة بقصد التأثير في أسعار الأوراق المالية لتلك الشركات [1] ، لذلك نأمل من باقي المشرعين في الدول الأخرى أن يحذو حذو المشرع الكويتي في ذلك ويفرضوا الجزاء المناسب على من يقوم بالترويج عن طريق أي بيانات إعلامية كاذبة .

---

(1) المادة ١٠/٢٤٦ من قانون الشركات التجارية الكويتي رقم ١٥ لسنة ١٩٦٠ .

سابعاً : دور الجهات الرقابية في مواجهة حالات الإفصاح الكاذب :

لا يقف دور الجهات الرقابية على أنشطة بورصات الأوراق المالية على الإشراف والرقابة على عمليات تداول الأوراق المالية المدرجة ، ولا على تلقي المعلومات والبيانات من الجهات المصدرة وعلى إلزامها بتنفيذ واجبها في الإفصاح في التواريخ المحددة لها بموجب التشريعات المنظمة لبورصات الأوراق المالية فحسب ، وإنما يتعدى دورها إلى فحص المعلومات والبيانات التي ترد إليها من الجهات الملزمة بالإفصاح والتحقق في مدى صحتها ومطابقتها للواقع .

وعلى هذا الأساس نصت التشريعات المنظمة لبورصات الأوراق المالية في كافة الدول على وجوب قيام هيئات الأوراق المالية وإدارات البورصات بالتحقق من صحة المعلومات والبيانات التي ترد إليها من الجهات الملزمة بالإفصاح ، وقد منح المشرع لتلك الهيئات والإدارات سلطة رفض المستندات التي تتضمن معلومات غير صحيحة ، ومن تلك القوانين ما نص عليه قانون الأوراق المالية الأردني رقم ٧٦ لسنة ٢٠٠٢ ، حيث تقوم هيئة الأوراق المالية الأردنية – ابتداءً – بمراجعة نشرة الإصدار (الاكتتاب) والمعلومات المرفقة بها وفقاً للأحكام التي نص عليها القانون المذكور للتأكد من توافر متطلبات القانون والأنظمة والتعليمات الصادرة بموجبه في نشرة الإصدار (الاكتتاب) .[١]

أما في القانون الإماراتي فبالرغم من تأكيد المشرع على التزام هيئة الأوراق المالية والسلع وممارسة اختصاصاتها بالتأكد من توافر الإفصاح والشفافية في المعلومات والبيانات التي ترد إليها من الجهات الملزمة بالإفصاح وتنظيمها وفقاً للتشريعات ذات الصلة [٢] ، إلا أنه لا يوجد ما يشير بشكل صريح إلى منح السلطة للهيئة أو لتلك الإدارات في رفض المعلومات والبيانات الواردة

---

(1) المادة ٤١ من القانون المذكور .

(2) المادة ١٢/ ٥ من القانون الاتحادي رقم ٤ لسنة ٢٠٠٠ بشأن هيئة وسوق الإمارات للأوراق المالية والسلع ، والمادة ٨ من قرار هيئة الأوراق المالية والسلع رقم ٣ لسنة ٢٠٠٠ بشأن النظام الخاص بالإفصاح والشفافية .

إليها إذا ما ثبت لديها أنها تفتقر للدقة أو أنها غير صحيحة عدا ما نص عليه المشرع في مواضع متعددة من التشريعات المنظمة لبورصات الأوراق المالية في الدولة في تنظيم الرقابة على الإفصاح عن المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية .(١)

وباعتقادنا إن بإمكان هيئة الأوراق المالية والسلع في دولة الإمارات العربية المتحدة الاستعانة بهذه النصوص لرفض المعلومات والبيانات التي ترد إليها من الأطراف الملزمة بالإفصاح إذا ما تأكد لديها أنها تتضمن معلومات كاذبة أو مضللة ، بل بإمكانها أيضاً اتخاذ الإجراءات الكفيلة بإحالة الأشخاص المسؤولين في الإفصاح عن تلك المعلومات وفقاً للنصوص العقابية الواردة في التشريعات المنظمة لسوق الإمارات للأوراق المالية إلى القضاء ليتولى التحقيق معهم وفرض الجزاءات المناسبة عليهم .(٢)

المطلب الثالث

التعامل الداخلي

Insider Trading

تمهيد وتقسيم :

تتطلب الشفافية في بورصة الأوراق المالية أن تتاح الفرصة لعموم المستثمرين في الحصول على المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية المعنية وبالجهة المصدرة لها بغية تمكنهم من اتخاذ القرار الصائب في الاستثمار من عدمه ، مما يشيع جواً من الثقة والطمأنينة في البورصة وبالإدارات والأجهزة التابعة لها بشكل عام ، وبالأجهزة الإدارية للجهات المدرجة بشكل خاص .

---

(1) المادة ٨ / ٦ من قرار مجلس الوزراء لدولة الإمارات العربية المتحدة رقم ١٣ لسنة ٢٠٠٠ بشان نظام عمل هيئة الأوراق المالية والسلع .

(2) انظر المادة ٤١ والمادة ٤٢ من القانون الاتحادي رقم ٤ لسنة ٢٠٠٠ بشأن هيئة وسوق الإمارات للأوراق المالية والسلع .

ويُعد الإفصاح الكامل والعادل للمعلومات إحدى الركائز التي تساعد على تحقيق الأسعار العادلة للأوراق المالية المتداولة في البورصة بالشكل الذي تكون هذه الأسعار مرآة عاكسة لكافة المعلومات الخاصة ببورصة الأوراق المالية وبالجهات المدرجة فيها وما يصدر عن تلك الجهات من أدوات مالية ، مما يمنع أي فئة من الاستئثار بمعلومات مميزة تستعملها لمنفعتها الخاصة في تحقيق الأرباح على حساب جمهور المتعاملين .[١]

ومما لا شك فيه أن استغلال المعلومات الداخلية قبل وصولها لعلم الجمهور سواء أكان التعامل بناءً على هذه المعلومات قد تم من قبل الشخص المطلع أم غيره ، فهو يُعد تعدياً واضحاً على حقوق الجمهور وانتهاكاً لمبادئ الأخلاق والعدالة والمساواة من ناحية [٢] ، وفيه تأثير كبير في كفاءة الأداء وفقدان الثقة في بورصة الأوراق المالية من ناحية ثانية ، مما يسبب في النتيجة الآثار السلبية في الاقتصاد الوطني بشكل عام .[٣]

ونتفق مع الاتجاه السائد في الفقه على أن التعامل الداخلي المتعلق بالأوراق المالية يتضمن الإخلال بواجبين ، حيث يتمثل الإخلال الأول بفعل سلبي وذلك بإخفاء معلومات جوهرية عن الجمهور تكون مؤثرة في رفع أو خفض سعر الورقة المالية بشكل يظهر جلياً في مدى كفاءة البورصة ، أما الإخلال الثاني فإنه يتمثل بفعل إيجابي من جانب الحائز للمعلومة الداخلية غير المعلنة في إساءة استخدام تلك المعلومة سواء من جانب الشخص المطلع أم الشخص المتلقي ، وذلك بالتعامل بناءً على المعلومة التي حصل عليها لتحقيق أرباح غير مشروعة .[٤]

ويرى بعض الباحثين أيضاً أنه بقدر الرقابة التشريعية والإدارية على

(1) خليل هندي والقاضي أنطوان الناشف ، العمليات المصرفية والسوق المالية ، الجزء الثاني ، المؤسسة الحديثة للكتاب ، طرابلس ، لبنان ، ٢٠٠٠ ، ص ١٧١- ١٧٢ .

(2) د.حسين فتحي ، مرجع سابق ، ص ١١ .

(3) د.بلال عبدالمطلب بدوي ، مرجع سابق ، ص ١٣٥ .

(4) د.محمد فاروق عبدالرسول ، مرجع سابق ، ص ٤٤ .

البورصات وعلى الجهات المصدرة للحد من الممارسات غير المشروعة ، تتطور تلك الممارسات وتستعمل الحيل والأساليب غير المشروعة للاستحواذ على تلك المعلومات واستغلالها قبل وصولها إلى علم الجمهور ، ولقد قيل في ذلك "إن مهارة اللصوص تنمو وتتطور بقدر يقظة الحراس" (١) ، ولكن باعتقاد الباحث أنه في ظل نظام قانوني وقضائي مثالي ومتطور فإن يقظة الحراس تنمو وتتطور بقدر مساوٍ بل وأكبر لتطور أساليب ومهارات اللصوص ، وإلا كانت بورصات الأوراق المالية مرتعاً خصباً للمحتالين والمتلاعبين .

وقد عرف أحد الباحثين مفهوم التعامل الداخلي (Insider Trading) بأنه " التعامل بالأوراق المالية لشركة ما لغرض الحصول على فائدة لشخص يمتلك معلومات تؤثر في أسعار تلك الأوراق فيما لو تم الإفصاح عنها ".(٢)

كما عرفه باحث آخر بقوله " يحدث التعامل الداخلي عندما يقوم فرد أو منشأة بشراء أو بيع أوراق مالية بينما يكون لديهم معرفة مسبقة ببعض المعلومات السرية لا تكون متوافرة بشكل عام والتي من المحتمل إذا ما أتيحت لعموم الناس أن تؤثر مادياً في سعر تلك الأوراق ".(٣)

ومن جهته لم يعرف المشرع الإماراتي وكذلك المشرع المصري ومشرعو دول أخرى مفهوم التعامل الداخلي واكتفوا فقط بالنص على عدم مشروعية هذا النوع من التعامل وبطلانه وتقرير العقوبة المناسبة على مرتكبي هذا الفعل سواء بإفشاء المعلومات للغير أم استغلال تلك المعلومات لجلب منفعة للمطلع .(٤)

---

(1) د.صالح أحمد البربري ، سوق الأوراق المالية واستغلال المعلومات الداخلية بواسطة العالمين ببواطن الأمور – دراسة قانونية مقارنة ، بحث مقدم ضمن أعمال المؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر ، برعاية جامعة الإمارات العربية المتحدة وغرفة تجارة وصناعة دبي ، المجلد الخامس ، الفترة ٦- ٨ مارس ٢٠٠٧ ، ص ١٩٦٧ .

(2) M C Oliver, "Company Law", Tenth edition, The M & E Handbook Series, Page No. 376.

(3) Geoffrey Morse, Enid A. Marshall, & Richard Morris, " Company Law", 12 Edition, Stevens & Sons, London, 1983, Page 442 .

(4) انظر المواد ٣٧ و ٣٩ و ٤١ من القانون الاتحادي رقم ٤ لسنة ٢٠٠٠ بشأن هيئة وسوق الإمارات للأوراق المالية والسلع ، والمادة ٣٧ / ب ، د والمادة ٣٩ من قرار هيئة الأوراق المالية والسلع رقم ٣ لسنة ٢٠٠٠ بشأن النظام الخاص بالإفصاح والشفافية ، والمادة ٣٢٢ من قانون الشركات التجارية الاتحادي لدولة الإمارات العربية المتحدة رقم ٨ لسنة ١٩٨٤ ، وكذلك المادة ٦٤ من قانون سوق رأس المال المصري رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ .

وتتراوح الدول في النص في تشريعاتها المالية على حظر التعاملات الداخلية بين التوسع والاقتضاب ، ومن الأمثلة على التشريعات الموسعة في بيان الحظر القانون البحريني ، حيث أقرت التعليمات المتعلقة بتعليمات استغلال المعلومات الداخلية لأول مرة في البحرين بالقرار رقم ١٩٩٠/٣ والذي نشر بتاريخ ٢٢ مارس ١٩٩٠ ضمن صفحات جريدة الوقائع الرسمية .[1]

ونعتقد أنه من الضروري على المشرع الإماراتي أن يصدر قانوناً أو نظاماً خاصاً يقرر بموجبه حظر التعاملات الداخلية بصورة تفصيلية خاصة وأن سوق الإمارات للأوراق المالية من الأسواق التي تحتاج إلى مثل هذا التشريع نظراً للتوسع والانفتاح الكبير الحاصلين فيه .

والسؤال الذي يثور في هذا المقام هو : هل أن تصرف الشخص المطلع هو مجرد إخلال بواجب أخلاقي وبالتالي يستحق التوبيخ ، أم أن هذا الإخلال هو انتهاك لالتزام قانوني بالائتمان يتطلب إيقاع الجزاء الجنائي بالإضافة إلى التعويض المدني لمن أصابه الضرر من جرّاء هذا الاستغلال للمعلومات ، ويتطلب وضع الضوابط لمنع وقوع مثل تلك التصرفات في المستقبل .[2]

تلك التساؤلات سوف يتم الإجابة عليها من خلال تناول ماهية الحظر المقرر على التعامل الداخلي ، ثم بيان نطاق تطبيق حظر التعامل الداخلي ، وذلك من خلال تحديد النطاق المكاني والزمني للحظر المذكور ، ثم تحديد النطاق الشخصي لهذا الحظر ببيان الأشخاص المحظور عليهم التعامل بناءً على معلومات داخلية ، ثم تحديد النطاق الموضوعي للحظر ببيان الحالات التي تمثل إخلالاً بمبدأ

---

(1) انظر (الإرشادات حول المطلعين على المعلومات الداخلية) الصادرة عن الإدارة المشرفة على أسواق رأس المال التابعة لوكالة نقد البحرين (مصرف البحرين المركزي حالياً) الصادرة في أكتوبر ٢٠٠٤ ، انظر أيضاً في هذا الاتجاه قانون تحديث الأنشطة المالية الفرنسي الصادر بتاريخ ٢ يناير ١٩٩٦م والذي عمل على الإحاطة الكاملة بموضوع حظر التعاملات الداخلية ، حيث اصطلح على تسمية هذه الممارسة (الجريمة) بالفرنسية " Le delit d'initie ، Hubert de Vavplane, Jean – Pierre bornet : Droit de la bourse ed Litec 1994, p. 275 ، نقلاً عن : د. منير بو ريشه ، المسئولية الجنائية للوسطاء الماليين في عمليات البورصة ، دار الجامعة الجديدة للنشر ، الإسكندرية ، مصر ، ٢٠٠٢ ، ص ١٣٧ .

(2) د.حسين فتحي ، مرجع سابق ، ص ١٢- ١٣ .

الإفصاح والشفافية في نطاق التعاملات الداخلية بالاستعمال الشخصي للمعلومات الداخلية وإفشاء المعلومات الداخلية للغير ، وفي الختام تجب الإشارة إلى الوسائل الكفيلة بمواجهة حالات التعامل الداخلي ، سواء أكانت تلك الوسائل تشريعية أم تنفيذية وإدارية .

لذلك سيتم تناول جميع تلك الموضوعات من خلال الفروع التالية :

الفرع الأول : ماهية حظر التعامل الداخلي .

الفرع الثاني : نطاق تطبيق حظر التعامل الداخلي .

الفرع الثالث : الوسائل الكفيلة بمواجهة حالات التعامل الداخلي .

الفرع الأول

ماهية حظر التعامل الداخلي

حتى يتم التمكن من تحديد ماهية حظر التعامل الداخلي ينبغي بيان المقصود بالمعلومات التي يجب عدم استغلالها في التعامل بالأوراق المالية ، ثم التطرق إلى نشوء فكرة حظر التعامل الداخلي وتطورها التاريخي ، وأخيراً بيان طبيعة تلك المعلومات ، وجميع تلك الموضوعات سيتم تناولها في الفقرات التالية :

أولاً : المقصود بالمعلومات الداخلية :

حسب الرأي الفقهي لبعض الباحثين يمكن تعريف المعلومات الداخلية بأنها معلومات غير معلنة للكافة وتتعلق بالجهات المدرجة في البورصة ، وتُعد تلك المعلومات ذات تأثير جوهري في سعر الورقة المالية أو بالإمكان اعتبارها مؤثرة في نظر المستثمر العادي .(١)

(1) Jonathan Moreland, " Profit from Legal Inside Trading " , Dearborn Financial Publishing. Inc., U.S.A, Chicago,2000, pp:5-6 ؛
نقلا عن : د. محمد فاروق عبدالرسول ، مرجع سابق ، ص ١٣٧ .

وقد عرف أحد الباحثين المعلومات الداخلية بأنها " غير المتاحة للجميع والتي لو عرفت لكان من شأنها أن تؤثر تأثيراً جوهرياً في أسعار الأوراق المالية". [١]

ولم تهتم أغلب القوانين كثيراً في تعريف المعلومات الداخلية عدا بعضها ، ومن القوانين التي جاءت بتعريف المعلومات الداخلية قانون الأوراق المالية الأردني رقم ٧٦ لسنة ٢٠٠٢ بقوله " المعلومات الداخلية : المعلومات غير المعلن عنها المتعلقة بمصدر أو أكثر ، والتي قد تؤثر في سعر أي ورقة مالية في حال الإعلان عنها ، ولا يشمل ذلك الاستنتاجات المبنية على الدراسات والبحوث والتحاليل الاقتصادية المالية " .[٢]

ويقترب التعريف السابق من التعريف الذي أخذت به معظم التشريعات الأخرى والتي عرفتها بأنها : معلومات صحيحة غير معلنة قد تؤثر جوهرياً في أسعار الأوراق المالية ، ومتعلقة بتلك الأوراق ، أو بمصدر تلك الأوراق (الشركات) .[٣]

وبمناسبة تعريف مفهوم المعلومات الداخلية المحظور التعامل بناءً عليها ، فقد عرفت لجنة عمليات البورصة الفرنسية (La commission des opprations de bourse) (COB) المعلومة التي يحظر استغلالها بأنها "معلومة غير معممة – خاصة – محددة تتعلق بواحد أو أكثر من مصدري الأوراق المالية أو بورقة مالية أو أكثر ، والتي لو تم تعميمها لكان لها أثر في سعر الورقة المالية أو المنتج المالي الذي تتصل به " .[٤]

(1) Weinberg M. A. Blank M.V. & Greystoke A.L., " Takeover and Megers " , 4th ed, London, Sweet & Maxwell, 1979, Page 2367،
نقلا عن د. سمير برهان راغب ، النظام القانوني للعرض العلم لشراء الأسهم ، رسالة دكتوراه ، كلية الحقوق ، جامعة القاهرة ، القاهرة ، مصر ، ٢٠٠٦ ، ص ٨٥ .

(2) المادة ٢ من القانون المذكور ، والمادة ٢ من تعليمات إفصاح الشركات المصدرة والمعايير المحاسبية ومعايير التدقيق لسنة ٢٠٠٤ الصادرة عن هيئة الأوراق المالية الأردنية .

(3) د.أحمد عبدالرحمن الملحم ، حظر استغلال المعلومات غير المعلنة الخاصة بالشركات في التعامل بالأوراق المالية ، مرجع سابق ، ص ١٥ .

(4) د.صالح البربري ، الممارسات غير المشروعة في بورصة الأوراق المالية ، مرجع سابق ، ص ٢١٧ .

أما المشرع الفرنسي فقد اكتفى باستخدامه مصطلح " المعلومات المتميزة " دلالة على المعلومات الداخلية ، بينما استخدم المشرع الإنجليزي مصطلح "المعلومات الحساسة " .[١]

وباعتقادنا أن التعريفات التي سيقت في تعريف المعلومات الداخلية لا تتلاءم مع التوجه الحديث في تجريم التعاملات الداخلية ، والتوسع في النطاق الموضوعي لتلك المعلومات لتشمل جميع المعلومات سواء منها المتعلقة بالأوراق المالية أم مصدريها أم المعلومات المتعلقة بخارج هذا النطاق والتي لها تأثير في أسعار الأوراق المالية ، كما في حالات الكوارث الطبيعية أو الحروب أو الأحداث والأزمات السياسية والاقتصادية ، ومثال على ذلك ما حدث قبيل الهجوم الإسرائيلي على جنوب لبنان في صيف عام ٢٠٠٦ عندما قام رئيس الأركان الإسرائيلي ببيع الأسهم التي يملكها في البورصة الإسرائيلية وقد تعرض في حينه للمساءلة القانونية كونه تصرف بذلك بناءً على معلومات جوهرية (داخلية) تتعلق بنية الحكومة الإسرائيلية بالهجوم على جنوب لبنان .

وقد استجاب المشرع الإماراتي للتطور الحاصل في مفهوم المعلومات الجوهرية فنص على تعريفها في القرار الصادر بشأن ضوابط حوكمة الشركات المساهمة ومعايير الانضباط المؤسسي في دولة الإمارات العربية المتحدة بأنها " أي حدث أو واقعة أو قرار أو معلومة قد تؤثر بشكل مباشر أو غير مباشر في سعر الورقة المالية أو حجم تداولها أو يكون لها تأثير في قرار الشخص في شراء الورقة المالية أو الاحتفاظ بها أو بيعها أو التصرف بها " .[٢]

---

(1) انظر المادة ١٠/ ١ من المرسوم الصادر عام ١٩٦٧ بشأن لجنة عمليات البورصة والمادة ١٠ من قانون المطلعين في شركات الأوراق المالية الصادر عام ١٩٨٥ ، د.حسين فتحي ، مرجع سابق ، ص ٤٩ .

(2) انظر المادة الأولى من قرار رئيس مجلس إدارة هيئة الأوراق المالية والسلع في دولة الإمارات العربية المتحدة رقم ٣٢/ ر لسنة ٢٠٠٧ بشأن ضوابط حوكمة الشركات المساهمة العامة ومعايير الانضباط المؤسسي .

ثانياً : نشأة فكرة حظر التعامل الداخلي وتطورها التاريخي :

لإلقاء نظرة حول نشوء فكرة حظر التعاملات الداخلية المتعلقة بالأوراق المالية المتداولة في البورصة يظهر أن هذه الفكرة ابتدأت منذ عام ١٩١٠ عندما سلط أحد الباحثين ويدعى الأستاذ (ولجز) Waljiz الضوء على مخالفة الاستغلال لقواعد الأخلاق وعلى ضرورة رصد عقوبة جنائية لهذه الجريمة ، ثم تجددت هذه الفكرة على يد باحث آخر هو الأستاذ (ووكر) Walker عام ١٩٢٣ في دعوته للقضاء الأمريكي باتخاذ موقف أكثر تشدداً في تطبيق الأحكام التي تقرر عقوبة جنائية على حالات التعامل الداخلي إضافة إلى الاستناد على مخالفة قواعد الأخلاق ، ثم أشار باحث ثالث هو الأستاذ (بيرل) Berle عام ١٩٢٧ إلى ضرورة إلزام الشركات بنشر حساباتها المالية بشكل دوري قبل السماح لأعضاء مجالس إدارات تلك الشركات في التعامل بأوراقها المالية .[١]

وبصدور قانون الأوراق المالية لسنة ١٩٣٣ في الولايات المتحدة الأمريكية تم التغلب على الصعوبات التي كان يواجهها المستثمرون في الحصول على المعلومات ، وساعد هذا القانون على مكافحة أسباب الغش في التعاملات ، وظهر ذلك جلياً في الحظر الذي أقره المشرع الأمريكي في المادة (5 / b , c) من نفس القانون ، وقد تطور هذا الموضوع بالشكل الذي أصبحت فيه هذه المبادئ من أركان قانون بورصة الأوراق المالية الأمريكي لسنة ١٩٣٤ أيضاً بشكل أفضل ، وكان من بين الأهداف المهمة لهذا القانون القضاء على الممارسات غير الأخلاقية التي تتم من خلال المديرين والموظفين للشركات المصدرة ، ويبدو على المشرع الأمريكي عدم تحديده لفئات معينة كأشخاص مطلعين رغبة منه في توسيع دائرة الحظر لتشمل عدد أكبر من الفئات .[٢]

---

(1) د. أحمد عبدالرحمن الملحم ، حظر استغلال المعلومات غير المعلنة الخاصة بالشركات في التعامل بالأوراق المالية ، مرجع سابق ، ص ٨- ٩ .

(2) د.حسين فتحي ، مرجع سابق ، ٥٨ – ٦٠ .

وقد كان صدور كل من قانون الأوراق المالية لسنة ١٩٣٣ وقانون بورصة الأوراق المالية لسنة ١٩٣٤ ردة فعل قوية لما شهده سوق الأسهم في الولايات المتحدة الأمريكية من انهيار عام ١٩٢٩ وما لحق ذلك من آثار سيئة على الاقتصاد الأمريكي ، وقد أراد الكونجرس من إقراره هذين القانونين وبشكل خاص قانون ١٩٣٤ أن يعمل على معالجة الأزمات الاقتصادية التي سببها الانهيار في البورصات الأمريكية ، وقد اشترك هذان القانونان في العمل على تحقيق هدفين أساسيين ، هما حماية المتعاملين في الأوراق المالية ، وإعادة الثقة مجدداً في سلامة بورصات الأوراق المالية الأمريكية ، وقد كان الإفصاح الكامل الأداة الناجعة في منع الممارسات التي تنطوي على الاحتيال ، ومنع التلاعب في أسعار الأوراق المالية .[1]

وتقوم لجنة مراقبة سوق الأوراق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية (SEC) دائماً وفي إطار مراقبة البورصات الأمريكية بإيقاف الأشخاص - بمن فيهم الشخصيات الهامة - للتأكيد على هذه الرقابة ، والتحقق من مدى التزام جميع الأطراف بالأنظمة الخاصة بحظر الممارسات غير المشروعة وبشكل خاص التعاملات الداخلية .[2]

وبعد أن رسخت فكرة حظر التعامل الداخلي (Insider Trading) في الولايات المتحدة الأمريكية انتقلت هذه الفكرة إلى الدول الأوربية في بداية الستينات من القرن الماضي ، عندما شكلت "لجنة جنكنز" Jenkins Committee عام ١٩٦٢ لغرض تعديل قانون الشركات الإنجليزي لسنة ١٩٤٨ والتي أوصت بضرورة النص في قانون الشركات بالحظر على مدير الشركة الاستفادة من معلومات بإمكانه الحصول عليها بفضل موقعه موظفاً فيها للاستفادة لنفسه على حساب الشركة ، بالإضافة إلى مساءلة المدير عن الأرباح التي اكتسبها وعن

---

(1) Stephen M. Bainbridge, "Securities Law : Insider Trading", Foundation Press, New York, U.S.A., 1999, P 23-24

(2) مايكل سينمير ، مرجع سابق ، ص ٢٠٩ .

الأضرار التي تسبب فيها للشركة نتيجة إخلاله بالتزاماته الائتمانية تجاه عموم المساهمين في الشركة ، وقد ظهرت ملامح تطبيق هذا المبدأ في قوانين الشركات الإنجليزية ابتداءً من القانون الصادر عام ١٩٦٧ .(١)

وبتطور لاحق أدرج هذا الحظر بشكل صريح في قانون الشركات الإنجليزي لسنة ١٩٧٠ بشأن تنقيح القانون لسنة ١٩٦٧ ، ثم ظهر أول حظر صريح للتعاملات الداخلية في المملكة المتحدة في قانون الشركات الصادر عام ١٩٨٠ ، ثم تلاه قانون الأوراق المالية للشركات الصادر عام ١٩٨٥ .(٢)

أما في بلجيكا فلم يطبق هذا الحظر إلا عام ١٩٨٩ ، عندما تبنى مجلس وزراء مجموعة السوق الأوربية المشتركة هذه الفكرة عام ١٩٨٩ ليشمل تطبيقه جميع دول المجموعة قبل الأول من يونيو عام ١٩٩٢ .(٣)

وتحظر جميع التشريعات المنظمة لبورصة الأوراق المالية في الوقت الراهن التعاملات القائمة على معلومات داخلية بمن فيهم التشريعات المنظمة لسوق الإمارات للأوراق المالية .(٤)

وبالإضافة إلى مواجهة المشرع الإماراتي لحالات التعامل الداخلي من خلال الحظر الذي قرره في التشريعات المنظمة لسوق الإمارات للأوراق المالية ، فإن هناك إجراءات وقائية تتخذها كل من هيئة الأوراق المالية والسلع وإدارات البورصات المرخصة في الدولة لمنع وقوع مثل تلك الممارسات ، كان آخرها القرار الصادر عن مجلس إدارة سوق أبو ظبي للأوراق المالية بتاريخ ١٥ مارس

---

(1) د.حسين فتحي ، مرجع سابق ، ص ٣٠- ٣١ .

(2) د.أحمد عبدالرحمن الملحم ، حظر استغلال المعلومات غير المعلنة الخاصة بالشركات في التعامل بالأوراق المالية ، مرجع سابق ، ص ١٠ .

(3) المرجع السابق ، ص ١٠.

(4) انظر المواد ٣٧ و ٣٩ و ٤١ من القانون الاتحادي رقم ٤ لسنة ٢٠٠٠ بشأن هيئة وسوق الإمارات للأوراق المالية ، والمادة ٣٢٢ من قانون الشركات التجارية الاتحادي رقم ٨ لسنة ١٩٨٤ ، والمادة ٣٩ من قرار هيئة الأوراق المالية والسلع رقم ٣ لسنة ٢٠٠٠ بشأن النظام الخاص بالإفصاح والشفافية ، والمادة ١٥ من قرار هيئة الأوراق المالية والسلع رقم ٢ لسنة ٢٠٠١ بشأن النظام الخاص بالتداول والمقاصة والتسويات ونقل الملكية وحفظ الأوراق المالية .

٢٠٠٧ حول تعديل فترة منع المطلعين من التداول لتصبح المدة أسبوعين من نهاية الربع المالي ولحين الإفصاح عن البيانات المالية (الربع سنوية) وفقاً لمتطلبات السوق ، والذي بدأ تطبيقه في ١٨ مارس ٢٠٠٧ .[١]

أما على صعيد الدول العربية فقد ظهرت الحاجة إلى حظر التعامل الداخلي منذ ظهور شركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم فيها ، إلا أن الحاجة ازدادت بظهور بورصات الأوراق المالية بصفتها كيانات قانونية يمارس من خلالها التعامل في الأوراق المالية المدرجة .

ثالثاً : طبيعة المعلومات الداخلية :

تتحدد طبيعة المعلومات الداخلية في نطاق التعامل بالأوراق المالية في البورصة في كونها معلومات داخلية (غير معلنة) ، ثم أنها معلومات صحيحة ومحددة ، كما وأنها معلومات تؤثر تأثيراً جوهرياً في أسعار الأوراق المالية ، وأنها معلومات ذات علاقة بالأوراق المالية وبالجهة المصدرة لها ؛ وسوف يتم تناول هذه الخصائص من خلال الفقرات التالية :[٢]

١ – معلومات داخلية (غير معلنة) :

يشترط في المعلومات التي يسري عليها حظر التعامل الداخلي والتي يتم على أساسها التعامل في الأوراق المالية بأن تكون معلومات داخلية أو غير معلنة ، أي أنها لا تزال في حدود علم أعضاء مجلس إدارة الجهة المصدرة والمديرين والموظفين فيها الذين عادة ما يكونون هم المطلعين على تلك المعلومات .

ويشترط بعض الباحثين أن تكون المعلومات التي يشملها الحظر سرية [٣] ،

(1) الموقع الالكتروني لهيئة الأوراق المالية والسلع في دولة الإمارات العربية المتحدة www.sca.ae .

(2) لم يتعرض كل من المشرع الإماراتي والمشرع المصري لبيان خصائص المعلومة غير المعلنة أو الداخلية عدا ما ورد فيهما من بيان لاصطلاح (السرية) و (الداخلية) و (غير المعلنة) .

(3) د.صالح أحمد البربري ، سوق الأوراق المالية واستغلال المعلومات الداخلية بواسطة العالمين ببواطن الأمور ، مرجع سابق ، ص ١٩٨٠- ١٩٨١ .

وباعتقادنا أن مفهوم المعلومات الداخلية أو غير المعلنة يختلف عن مفهوم المعلومات السرية ، فغالباً ما تكون المعلومات لمنشأة ما غير سرية ومع ذلك يشملها الحظر كونها معلومات مؤثرة في سعر الورقة المالية لتلك المنشأة ، ذلك أنه ليس هناك ارتباط بين السرية في المعلومات وكونها غير معلنة أو داخلية ، إذ باعتقادنا أن السرية في المعلومات نسبية وليست مطلقة بسبب أنه بمجرد الإفصاح عنها للجمهور فإنها لا تعد سرية ، لذلك نرى أن من الأفضل أن يطلق عليها مصطلح (معلومات غير معلنة أو داخلية) وليس لفظ (سرية) ، واعتقادنا هذا تؤكده مواقف بعض القوانين ومنها على سبيل المثال قانون الأوراق المالية الأردني عندما جاء بلفظ (استغلال معلومات داخلية أو سرية) [1] ، فهناك معلومات سرية وأخرى داخلية يحظر التعامل على أساسها .

وقد تفاوت المشرعون في استعمالهم لمصطلح المعلومات الداخلية أو غير المعلنة من جهة والمعلومات السرية من جهة أخرى في التشريعات المنظمة لبورصات الأوراق المالية ، ومن بينهم المشرع الإماراتي في كل من القانون الاتحادي رقم ٤ لسنة ٢٠٠٠ بشأن هيئة وسوق الإمارات للأوراق المالية وقرار هيئة الأوراق المالية والسلع رقم ٣ لسنة ٢٠٠٠ بشأن النظام الخاص بالإفصاح والشفافية وقرار هيئة الأوراق المالية والسلع رقم ٢ لسنة ٢٠٠١ بشأن النظام الخاص بالتداول والمقاصة والتسويات ونقل الملكية وحفظ الأوراق المالية ، وكذلك قانون الشركات الاتحادي رقم ٨ لسنة ١٩٨٤.[2]

---

(1) انظر المادة ١٠٨/ ب من القانون المذكور .

(2) المادة ٣٧ والمادة ٣٩/ أ من القانون الاتحادي رقم ٤ لسنة ٢٠٠٠ بشأن هيئة وسوق الإمارات للأوراق المالية والسلع ، والمادة ٣٧/ ب ، د والمادة ٣٩ من قرار هيئة الأوراق المالية والسلع في دولة الإمارات العربية المتحدة رقم ٣ لسنة ٢٠٠٠ بشأن النظام الخاص بالإفصاح والشفافية ، بينما استعمل المشرع الإماراتي مصطلح " السر " في قانون الشركات التجارية الاتحادي رقم ٨ لسنة ٢٠٠٠ في المادة ٣٢٢/ ٧ ، وكذلك نصت المادة ٣٧٩ من قانون العقوبات الاتحادي رقم ٣ لسنة ١٩٨٧ التي عاقبت بالحبس مدة لا تقل عن سنة وبالغرامة التي لا تقل عن عشرين الف درهم أو بإحدى هاتين العقوبتين من أفشى سراً دون موافقة صاحب ذلك السر وهو مستودع عليه بحكم مهنته أو حرفته أو وضعه أو فنه أو استعمل ذلك السر لمنفعته الخاصة أو لمنفعة شخص آخر ، وهذا ما اشترطته محكمة تمييز دبي في الحكم الصادر عنها في الطعن رقم ٢٠٠٥/٤٣ الصادر في الجلسة المؤرخة ٢ ابريل ٢٠٠٥ القاعدة رقم ٤٨ ، وقد عرفت بموجب هذه القضية السر بأنه " كل أمر يكون بطبيعته بالظروف المحيطة به سراً " ، بينما استعمل المشرع مصطلح (المعلومات غير المعلنة) و (المعلومات الداخلية) في المادة ١٥ من قرار هيئة =

وتُعد المعلومة داخلية أو غير معلنة وبالتالي خضوعها للحظر المذكور حتى لو نشرت بين عدد محدود من الأشخاص ، كأن تنشر بين فئة معينة من المستثمرين دون الفئات الأخرى .[(١)]

٢- أن تكون المعلومات صحيحة ومحددة :

لكي يتحقق التعامل الداخلي في حالة معينة وبالتالي يحظر التعامل في الأوراق المالية على أساسها ، لا بد أن تكون المعلومات التي تم التعامل على أساسها صحيحة وليس مجرد شائعات ، ذلك أن ترويج الشائعات في بورصة الأوراق المالية تخضع لتجريم في صورة أخرى من صور الإخلال .

وقد اشترطت بعض القوانين المقارنة المنظمة لبورصات الأوراق المالية في حظرها للتعاملات الداخلية أن تكون المعلومات محل هذا الحظر صحيحة وليس مجرد إشاعات ، ومن تلك التشريعات على سبيل المثال القانون الإنجليزي والقانون الفرنسي ، وبهذا الاتجاه سار القضاء الفرنسي الذي قرر بأن التوقعات الصحفية لا تُعد من قبيل المعلومات التي بالإمكان استغلالها كونها افتراضات غير مؤكدة .[(٢)]

= الأوراق المالية والسلع رقم ٢ لسنة ٢٠٠١ بشأن النظام الخاص بالتداول والمقاصة والتسويات ونقل الملكية وحفظ الأوراق المالية ، وكذلك قانون الشركات التجارية الاتحادي لدولة الإمارات العربية المتحدة رقم ٨ لسنة ١٩٨٤ ، أما المشرع الأردني فقد استعمل مصطلح (المعلومات الداخلية أو غير المعلنة) وذلك في كل من قانون الأوراق المالية رقم ٧٦ لسنة ٢٠٠٢ ابتداءً بمناسبة تعريفه لبعض المصطلحات المرتبطة ببورصة الأوراق المالية في المادة ٢ من القانون المذكور وكذلك فعل في المادة ١٠٧ من القانون نفسه ، بينما استعمل في موضع آخر من القانون المذكور مصطلح (سرية) عندما قرر الحظر على إدارة البورصة وموظفيها ومستشاريها الإفصاح عن المعلومات التي يطلعون عليها إلا بعد موافقة مجلس إدارة البورصة على الإفصاح عنها وذلك في المادة ٦٨/ ج ، بينما لم يحدد طبيعة تلك المعلومات وذلك في المادة ١٦٦ من قانون الشركات الأردني رقم ٢٢ لسنة ٢٠٠٣ عندما حظرت على رئيس وأعضاء مجلس إدارة الشركة ومديرها العام وأي من موظفيها التعامل بأسهم الشركة سواءً أكان هذا التعامل بصورة مباشرة أم غير مباشرة بناءً على معلومات اطلع عليها بحكم منصبه أو عمله في الشركة بالإضافة إلى حظر نقل تلك المعلومات لأي شخص آخر بقصد إحداث تأثير في أسعار الأوراق المالية ، بينما كان المشرع المصري محدداً في استعماله مصطلح (السر) عندما قرر العقوبة في المادة ٦٤ من قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ عن إفشاء مثل تلك المعلومات أو استغلالها للمنفعة الخاصة ، وكذلك الحال بالنسبة لكل من قانون الشركات المصري رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١ في المادة ١٦٢/ ٧ وقانون الإيداع والقيد المركزي رقم ٩٣ لسنة ٢٠٠٠ في المادة ٥٦ .

(1) د.أحمد عبدالرحمن الملحم ، حظر استغلال المعلومات غير المعلنة الخاصة بالشركات في التعامل بالأوراق المالية ، مرجع سابق ، ص ١٦ .

(2) المرجع السابق ، ص ٢٠ .

أما القوانين العربية فلا يوجد فيها ما يشير بشكل صريح إلى اشتراط أن تكون المعلومات الداخلية التي يتم التعامل في الأوراق المالية على أساسها صحيحة أو حقيقية ، إلا أننا نرى مع غيرنا من الباحثين أن مصطلح "معلومات" يفترض أن تكون تلك المعلومات صحيحة وليس مجرد شائعات أو تصريحات صحفية لا أساس لها من الصحة .(١)

كما يجب أن تكون تلك المعلومات محددة وهو أن تتعلق بشيء معين ، كأن تتعلق المعلومة بإجراء تعديل في رأس المال ، أو بإصدار أوراق مالية جديدة ، أو بتوزيع أسهم مجانية ، أو غير ذلك من المعلومات مما له تأثير في أسعار الأوراق المالية المدرجة في البورصة .(٢)

كما أنه لا يُعد من قبيل المعلومات الصحيحة ومن ثم تُعد معلومات داخلية الأخبار الصحفية كونها تُعد من قبيل التوقعات ، وبهذا الاتجاه ذهب القضاء الفرنسي (٣) ، إلا أن الباحث يعتقد أن الأخبار الصحفية إذا كانت مستقاة من مصادر موثوقة كهيئات الأوراق المالية أو إدارات البورصة أو إدارات الجهات المصدرة فإنها تعد معلومات صحيحة وبالتالي تُعد قبل نشرها على الملأ من قبيل المعلومات الداخلية التي يشملها الحظر المذكور .

٣- أن تكون المعلومات الداخلية مؤثرة في أسعار الأوراق المالية :

من خصائص المعلومات الداخلية أن تكون مؤثرة في سعر الورقة المالية التي تم استغلال المعلومة بشأنها تأثيراً جوهرياً . وتكون المعلومة مؤثرة عندما تعمل على رفع أو خفض سعر الورقة المالية بشكل واضح مما له الأثر في مدى كفاءة البورصة .

---

(1) المرجع السابق ، ص ٢٠ .

(2) د.بلال عبدالمطلب بدوي ، مرجع اسابق ، ص ١٠٩ .

(3) د.أحمد عبدالرحمن الملحم ، حظر استغلال المعلومات غير المعلنة الخاصة بالشركات في التعامل بالأوراق المالية ، مرجع سابق ، ص ٢٠ .

وقد ثار جدل فقهي حول اعتماد أي اتجاه في اعتبار المعلومة داخلية ومن ثم تطبيق القانون على الحالة المعنية من عدمه بين ثلاث اتجاهات ، حيث ذهب أصحاب الاتجاه الأول إلى عدم اشتراط التأثير فعلياً في سعر الورقة المالية حتى يحظر استغلال المعلومة المتعلقة بها ، بل يكفي أن من المحتمل أو المتوقع أن تحدث تأثيراً جوهرياً في سعر الورقة المالية ، وهذا ما اعتمدته أغلب التشريعات الأوربية ومنها الإيطالي والانجليزي .[١]

بينما ذهب الاتجاه الثاني – والذي أيدته تشريعات بعض الدول ومنها التشريع البلجيكي – إلى أن من الممكن للمعلومة الداخلية أن تحدث تأثيراً جوهرياً ، أما الاتجاه الثالث فيرى أن المعلومة لكي تكون داخلية يجب أن تكون من شأنها أن تحدث تأثيراً جوهرياً ، وقد اعتمد هذا الاتجاه البرلمان الأوربي .[٢]

ونعتقد أن الاتجاه المرجوح هو الاتجاه الأول والذي أكدت عليه تشريعات أغلب الدول ، في كونه يمثل خطاً وسطاً بين الاتجاهين الثاني والثالث ، ذلك أن الاتجاه الثاني يوسع من حالات المعلومات الداخلية التي لها تأثير في تعاملات البورصة ، بينما يضيق الاتجاه الثالث من انطباق القانون على حالات المعلومات الداخلية ويتطلب تحقق شروط محددة مما يسبب الإضرار بالمتعاملين في البورصة لصالح فئات المطلعين والمستفيدين من حالات الاطلاع .[٣]

ويرى بعض الباحثين أن " المعلومات المؤثرة " هي المعلومات التي تحقق لمن يمتلكها ميزة تفوق غيره وتخوله الوصول إلى تقدير القيمة السوقية المتوقعة للأوراق المالية التي يستهدفها في التعاملات التي يجريها في البورصة بشكل سليم سواء في المدى القريب أم البعيد أحياناً .[٤]

---

(1) د.عمر سالم ، مرجع سابق ، ص ٦٣ ؛ د.أحمد عبدالرحمن الملحم ، حظر استغلال المعلومات غير المعلنة الخاصة بالشركات في التعامل بالأوراق المالية ، مرجع سابق ، ص ٢١- ٢٢ .

(2) المرجع السابق ، ص ٢٢ .

(3) المرجع السابق ، ص ٢٢- ٢٣ .

(4) د.حسين فتحي ، مرجع سابق ، ص ٤٧ .

٤- معلومات ذات علاقة بالأوراق المالية وبالجهة المصدرة لها :

يبدو واضحاً أن المعلومات التي حظرت التشريعات استغلالها هي تلك المعلومات المتعلقة بالجهات المصدرة وبأوراقها المالية ، ذلك أن أساس هذا الحظر يرجع إلى ما تسببه التسريبات لتلك المعلومات على القيم الحقيقية لأسعار تلك الأدوات في البورصة ، وفي النتيجة يؤدي إلى الإضرار بعموم المستثمرين وانخفاض ثقتهم بالبورصة .(١)

وقد حدد المشرع الفرنسي المعلومات الداخلية بأنها تلك المعلومات المتعلقة بالأداء الفني والتجاري والمالي للشركة .(٢)

ومن المعلومات التي يحظر التعامل في الأوراق المالية بناءً عليها على سبيل المثال لا الحصر : المعلومات المتعلقة بتقنيات الإنتاج وبراءات الاختراع والأسرار التكنولوجية ، ومقدار الأرباح المتوقعة للشركة ووضعها المالي ، وعروض الشراء لأسهم الشركة ، وعروض اندماج الشركة بغيرها من الشركات ، وغير ذلك من المعلومات .(٣)

وحسب تعريف مفوضية السوق الأوربية المشتركة للمعلومات المتعلقة بالجهات المصدرة للأوراق المالية بأنها قد تكون خارجية كالمعلومات المتعلقة باتفاقات الاندماج مع شركات أخرى ، أو أن تكون تلك المعلومات داخلية كالإعلان عن تحقيق أرباح كبيرة .(٤)

ونعتقد أن الأولى في هذا الحظر الخروج من نطاق الارتباط بين المعلومة والجهة المصدرة للورقة المالية ، ذلك أنه قد يحدث في بعض الأحيان أن يطلّع

---

(1) المرجع السابق ، ص ٤٥ .

(2) د.صالح البربري ، الممارسات غير المشروعة في بورصة الأوراق المالية ، مرجع سابق ، ص ٢١٦ .

(3) د.حسين فتحي ، مرجع سابق ، ص ٤٦ .

(4) د.أحمد عبدالرحمن الملحم ، حظر استغلال المعلومات غير المعلنة الخاصة بالشركات في التعامل بالأوراق المالية ، مرجع سابق ، ص ٢٥- ٢٦ .

متعامل ما على معلومة تُعد داخلية بحكم منصبه أو أن ترد إليه تلك المعلومة من مطلع ولا تكون لتلك المعلومة علاقة بالجهة المصدرة ومع ذلك تؤثر في سعر الورقة المالية .

ويقصد بالأوراق المالية التي يحظر التعامل الداخلي على أساسها ، جميع أنواع الأوراق المالية المدرجة في البورصة بما فيها الأسهم وسندات القرض وحصص التأسيس ووثائق الاستثمار وشهادات الإيداع والأوراق المالية الحكومية ، وتشمل الأوراق المالية الوطنية منها والأجنبية ما دام أنها كانت مدرجة في البورصة .(١)

الفرع الثاني

نطاق تطبيق حظر التعامل الداخلي

من المسائل الهامة في تطبيق حظر التعامل الداخلي ، تحديد المكان الذي يتحقق فيه هذا التعامل وهو " بورصة الأوراق المالية " وذلك حسب المفهوم الاقتصادي الحديث .

كما يتطلب تطبيق هذا الحظر أيضاً بيان المدى الزمني الذي تبقى فيه المعلومة محتفظة بطبيعتها الداخلية أو غير المعلنة .

بالإضافة إلى ما تقدم من تحديد النطاقين المكاني والزمني في حظر التعاملات الداخلية ، فإن هناك تحديداً أخر يتمثل في النطاق الشخصي لهذا الحظر ، ومضمونه بيان الأشخاص الذين ينطبق عليهم هذا الحظر .

كما يتطلب تحديد نطاق الحظر بحث النطاق الموضوعي والذي يتعلق بتحديد الحالات التي تُعد من قبيل التعاملات الداخلية ، وهي كل من الاستغلال الشخصي للمعلومات الداخلية من قبل الشخص المطلع ، وإفشائه للمعلومات الداخلية للغير .

---

(1) المرجع السابق ، ص ٢٧ .

لذلك سوف يتم تناول جميع هذه المسائل في الفقرات التالية :

أولاً : النطاق المكاني لحظر التعامل الداخلي :

من المفاهيم التي أخذت بالتطور في مجال التعامل بالأوراق المالية مفهوم " السوق " ، وقد ارتبط بتطور هذا المفهوم التوسع في شمول الحماية المقررة على المعلومات المرتبطة بالأوراق المالية وبالجهات المصدرة لها لتتعدى تلك الحماية الحيز المكاني الذي كانت تعنيه كلمة " البورصة " إلى خارج هذا الحيز ، بل تعدى ذلك ليشمل النطاق العالمي .

ويُعد القانون الفرنسي من أكثر القوانين التي تأثرت بهذا المنهج من خلال توسيع سلطة القانون على النطاق المكاني لتشمل حماية المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية وحظر التعاملات الداخلية ، وقد اتفق مع هذا المنهج كل من القضاء والفقه الفرنسيين ، وقد بدأ هذا التطور بصدور قانون ١٩٨٨ الذي غير مصطلح (سوق البورصة) إلى كلمة (السوق) ، ثم ألغيت هذه الكلمة في قانون ٢ يوليو عام ١٩٩٦ عندما أشار إلى التعاملات المتعلقة بتداول الأوراق المالية لدى " بورصة نظامية أو الخاضعة لتنظيم البورصة " المؤثرة في السوق بصفة عامة .[1]

ولقد كان للجنة عمليات البورصة الفرنسية (COB) (La commission des opprations de bourse) دور مميز في توسيع الحظر ليتعدى الحيز المكاني للسوق وفق المفهوم التقليدي إلى نطاق أوسع ، بل ليتعدى الحدود الإقليمية ويكون له مفهوم عالمي ، حيث اهتمت اللائحة الصادرة عن اللجنة المذكورة ذات الرقم ٨-٩٠ بتحديد مفهوم (السوق) ، فحددته بأنه "مجموعة العمليات التي تتم على القيم المنقولة وعقود الآجل أو الأدوات المالية المقبولة للتداول في البورصة أو سوق الآجل ".[2]

---

(1) د.صالح احمد البربري ، سوق الأوراق المالية واستغلال المعلومات الداخلية بواسطة العالمين ببواطن الأمور ، مرجع سابق ، ص ١٩٨٦ .

(2) المرجع السابق ، ص ١٩٨٦ .

أما في الدول التي لا توجد فيها أسواق موازية للأوراق المالية كما في دولة الإمارات العربية المتحدة وجمهورية مصر العربية فينحصر هذا النطاق ضمن حدود السوق النظامية فقط .

ثانياً : النطاق الزمني لحظر التعامل الداخلي :

يبدو للوهلة الأولى أن حظر التعامل الداخلي في الأوراق المالية هو حظر مطلق يمتد إلى ما لا نهاية بحيث تبقى المعلومة محتفظة بخاصيتها الداخلية ولا تزول عنها ، إلا أن ذلك ليس بشكل مطلق وإنما هناك قيود تحدد النطاق الزمني للحظر المذكور .

فأغلب الباحثين يرون أن للمعلومة الداخلية نطاقاً زمنياً إذا ما استغلت خلالها يخضع صاحبها للعقاب ، أي أن استغلال المعلومة بشكل غير مشروع في التعامل بالأوراق المالية من جانب الأشخاص المحظور عليهم يجب أن يتحقق خلال فترة زمنية محددة في صورتي الاستغلال المتمثلين باستغلال المعلومة الداخلية أو إفشائها للغير [1] ، سواء أكان مستخدم المعلومة قد تلقاها بشكل مباشر بحكم وظيفته أو مركزه أم أنها قد وصلت إليه من شخص مطلع على المعلومة الداخلية .

ومن القضايا مثار الاهتمام في الولايات المتحدة الأمريكية القضية التي أدانت فيها المحكمة العليا محرراً في إحدى الصحف المتخصصة بسبب تسريبه معلومات سرية إلى شخصين ، وقد أكد هذا الحكم على بقاء الصفة السرية للمعلومة من وقت خروجها وحتى إعلانها بالصحف أو وسائل الإعلام الأخرى ، وتدور وقائع هذه القضية في أن الصحفي المدان استغل علمه بالمعلومة الداخلية التي وصلته بحكم وظيفته كونه صحفياً في التعامل بالأوراق المالية التي تتعلق بها تلك المعلومة بالرغم من علمه التام بضوابط العمل الصحفي ، وقد أدانت محكمة درجة أولى وكذلك محكمة الاستئناف الصحفي المذكور ، كونه خرق واجب

(1) المرجع السابق ، ص ١٩٩٢ .

السرية بتسريبه معلومات غير معلنة قبل نشرها للجمهور توصل إليها بمناسبة ممارسته وظيفته ، وخلصت المحكمتان إلى أن غرض الجاني الرئيس من فعلته تمثلت في بيع وشراء أوراق مالية بربح استناداً لمعلومات غير معلنة ، وصادقتهما على ذلك المحكمة العليا الأمريكية .[١]

أما بالنسبة للقانون المصري فإنه لم يحدد الفترة الزمنية التي يحظر على بعض الأشخاص التعامل خلالها ، ولم يوجد أي تحديد لتلك الفترة من قبل الهيئة العامة لسوق رأس المال المصري ، إلا أن المتعارف عليه هو أن تلك الفترة مقيدة بعدم علم الجمهور بتلك المعلومات عن طريق وسائل الإفصاح القانونية .[٢]

أما في سوق الإمارات للأوراق المالية فإن الوضع على خلاف ذلك ، حيث تم تحديد تلك الفترة بأسبوعين قبل اجتماع مجلس إدارة الشركة .[٣]

وباعتقادنا أن هذا التحديد في الفترة الزمنية التي يُحظر التعامل في الأوراق المالية خلالها يرجع إلى مسائل إجرائية أو شكلية لا تؤثر في طبيعة المعلومة محور التعامل الداخلي ، وتبقى المعلومة محتفظة بطبيعتها الداخلية ما دام أنها لم تصبح في متناول الجمهور ، وبالتالي يحظر التعامل بالأوراق المالية على أساسها .

(1) U.S. Supreme Court, Carpenter V. Uniter States, 484. US.19 (1987) Capenter Et AL.v. United states certiorari to the united states court of appeals for the second circuit, No. 86-422،

نقلاً عن : صالح راشد الحمراني ، مرجع سابق ، ص ٤٨٢- ٤٨٣ .

(2) د.صالح أحمد البربري ، سوق الأوراق المالية واستغلال المعلومات الداخلية بواسطة العالمين ببواطن الأمور ، مرجع سابق ، ص ٢٠٠ .

(3) انظر قرار مجلس إدارة سوق أبو ظبي للأوراق المالية الصادر بتاريخ ١٥ مارس ٢٠٠٧ الذي أصبح حيز التنفيذ بتاريخ ١٨ مارس ٢٠٠٧ .

ثالثاً : النطاق الشخصي لحظر التعامل الداخلي :

يثور التساؤل حول الأشخاص المحظور عليهم استغلال المعلومات الداخلية ، وفي هذا الإطار ينبغي التمييز بين فئتين من أولئك الأشخاص ، الفئة الأولى فئة الأشخاص المطلعين على أسرار الشركة أو الجهة المصدرة ، أما الفئة الثانية فهي فئة الأشخاص المستفيدين من المعلومات الداخلية ، وهم من تصل إليهم تلك المعلومات من الأشخاص المطلعين ، وكلا الفئتين ينطبق على أطرافها الحظر المذكور ويتعرضون للمسائلة قانوناً ، ومن ثم فرض الجزاء على تعاملهم المحظور إذا ما ثبت أن العملية تمت بناءً على معلومات داخلية حصلوا عليها مباشرة بوصفهم أشخاصاً مطلعين أو بصورة غير مباشرة بأن تلقوا تلك المعلومات من الفئة الأولى .

وتكاد تجمع التشريعات المنظمة لبورصات الأوراق المالية على تحديد فئتين من الأشخاص الذين يحظر عليهم التعامل بالاستناد على المعلومات الداخلية ، الفئة الأولى يطلق عليهم تسمية الأشخاص الرئيسين Primary Insiders ، أما الفئة الثانية فيطلق عليم تسمية الأشخاص الثانويين Secondary Insiders .[1]

وعلى سبيل المثال عمد المشرع الفرنسي في تعديل عام ١٩٩٦ الذي تم على قانون الشركات الصادر سنة ١٩٦٦ على تقسيم الأشخاص المطلعين على المعلومات الداخلية إلى فئتين هما :[2]

الفئة الأولى : وتشمل مديري المنشأة ، وقد أطلق عليهم المشرع الفرنسي تسمية (العالمين ببواطن الأمور الرئيسين) Primaire , Première main .

---

(1) د.أحمد عبدالرحمن الملحم ، حظر استغلال المعلومات غير المعلنة الخاصة بالشركات في التعامل بالأوراق المالية ، مرجع سابق ، ص ٢٩ .

(2) حيث نص عليها المشرع الفرنسي في المادة ١٦١/ ١ من قانون الشركات الفرنسي ، د.محمد فاروق عبدالرسول ، مرجع سابق ، ص ١٤٩ .

أما الفئة الثانية : فهم الأشخاص المطلعون على المعلومات الداخلية للمنشأة بحكم تأديتهم مهنهم أو وظائفهم ، وقد أطلق عليهم المشرع الفرنسي تسمية (العالمين ببواطن الأمور الثانويين) Secondaires ، وتنقسم هذه الفئة أيضاً إلى قسمين هما ، العالمون ببواطن الأمور الداخليون من غير المديرين والذين يدخل ضمنهم موظفو المنشأة ، أما القسم الثاني من هذه الفئة فهم العالمون ببواطن الأمور الخارجيون ، ويقصد بهم الأشخاص الذين لا ينتمون إلى فئة موظفي الجهة المصدرة والذين يؤدون أعمال خارجية مقابل أجور بصفة غير منتظمة في إنجاز بعض المهام كالمستشارين أمثال المحامين والخبراء والمحاسبين والمهندسين والصحفيين .

أما المشرع الأمريكي فقد عرف في قانون بورصة الأوراق المالية لسنة ١٩٣٤ الشخص المطلع بأنه " مسؤول أو مدير إحدى الشركات العامة أو الأفراد أو الجهات التي تملك ١٠% أو أكثر من أي نوع من أسهم إحدى الشركات " ، كما ورد بيان أولئك الأشخاص في موضع آخر من القانون المذكور .[١]

وقد تعددت الآراء الفقهية حول تحديد الأشخاص الذين ينطبق عليهم وصف الأشخاص المطلعين على معلومات داخلية بين موسع ومضيق ، فهناك من يرى أن الحصول على المعلومات المتعلقة بالجهة المصدرة يتطلب أن يكون هذا الشخص المطلع من داخل تلك الجهة لا من خارجها ، وذلك من خلال مركزه الوظيفي الذي مكنه من الحصول على المعلومة ، وبالتالي فحسب وجهة نظر هذا الرأي هناك طائفتان من المطلعين : أولاهما مطلعون من داخل الجهة المصدرة ممن تربطهم علاقة مصيرية بإدارة الشركة هم ومعاونوهم وزوجاتهم وأبناؤهم وأقاربهم وأصدقاؤهم ، وهناك أشخاص توصلوا إلى المعلومات الداخلية بحكم وظائفهم لدى الجهة المصدرة بالرغم من عدم وجود رابطة مباشرة بتلك الجهة .[٢]

---

(1) وقد ورد هذا التعريف في المادة ١٦ من القانون المذكور . انظر : مايكل دي. شيمو ، قوانين سوق الأسهم ، ط ٣ ، مكتبة جرير ، الرياض ، المملكة العربية السعودية ، ٢٠٠٦ ، ص ٦٢ .

(2) د.حسين فتحي ، مرجع سابق ، ص ٥٣ .

بينما يرى بعض الباحثين أن الشخص المطلع هو من كان عضواً في مجلس إدارة الشركة ومديرها وكبار مساهميها [١] ، ويضيف باحثون آخرون إلى أولئك الأشخاص مراجعي الحسابات والمستشارين القانونيين ومن لهم وظائف ومهن مشابهة .[٢]

وعلى كل حال فإن الاتجاه الفقهي السائد في هذه المسألة هو أن الأشخاص الأساسيين الذين بإمكانهم الاطلاع على المعلومات الداخلية للجهات المصدرة هم على سبيل المثال لا الحصر ، رئيس وأعضاء مجلس إدارة الجهة المصدرة للأوراق المالية وهؤلاء أصبحوا مطلعين بحكم ارتباطهم بالمنشأة ، والمديرون وموظفو الجهة المصدرة وهم ممن يعملون لديها ، أما مراجعو الحسابات والمصفون والمحامون وموظفو البنوك والموظفون العموميون والمحللون الماليون وشركات الوساطة المالية وموظفوها ، وهذه الفئة من الأشخاص هم ممن يقدمون خدمة للمنشأة .[٣]

وعلى اعتبار شركات الوساطة المالية من الأشخاص التي يحظر عليها استغلال المعلومات الداخلية لحسابها الشخصي أو لحساب عملائها أو لأي طرف آخر ، فإذا ما ثبت تورط تلك الشركات أو أي من منتسبيها في استغلال المعلومات الداخلية عند ذاك تتحقق مسؤوليتهم في الاشتراك في هذه الصورة من الإخلال .

ويتخذ القضاء الفرنسي موقفاً متشدداً حيال حالات استغلال المعلومات الداخلية عندما يتعلق الأمر بوصول المعلومة الداخلية للوسيط المالي بحكم مهنته ، فيرتب عند ذاك قرينة مفترضة على مسؤولية الوسيط المالي .[٤]

---

(1) Joseph E. Granville, "The coming great crash in the stock market", Scribener book Companies Inc., New Yourk 1985, p. 61, ،
نقلاً عن : د.محمد فاروق عبدالرسول ، الحماية الجنائية لبورصة الأوراق المالية ، مرجع سابق ، ص ١٣٨ .

(2) David D. Hoddok, Insider Trading, Librety Fund Inc. U.S.A, 2002, p.2
نقلاً عن : د.محمد فاروق عبدالرسول ، مرجع سابق ، ص ١٣٩ .

(3) د.أحمد عبدالرحمن الملحم ، حظر استغلال المعلومات غير المعلنة الخاصة بالشركات في التعامل بالأوراق المالية ، مرجع سابق ، ص ٣٠ .

(4) اتخذ القضاء الفرنسي هذا الموقف المتشدد بشكل واضح في إحدى القضايا المعروضة أمامه والتي عرفت بـ " Affaire Pechiney " ، انظر : CASS Crim 26 oct 1995 Rev. Socies avr. – Juin 1996, p. 323 note B. Bouloc. ، نقلاً عن : منير بو ريشة ، المسئولية الجنائية للوسطاء الماليين في عمليات البورصة ، دار الجامعة الجديدة للنشر ، الإسكندرية ، مصر ، ٢٠٠٢ ، ص ١٤٧ .

وعن الموقف الذي اتخذه المشرع الإماراتي من تحديد الأشخاص الذين يشملهم حظر التعامل الداخلي جاء النص في قانون الشركات الاتحادي رقم ٨ لسنة ١٩٨٤ في تحديدهم بالمديرين وأعضاء مجلس الإدارة وعضو مجلس الرقابة والخبراء ومراجعي الحسابات والمعاونين لهم والمستخدمين لديهم والأشخاص المعهود إليهم بالتفتيش على المنشأة .[1]

كما ورد هذا التعداد للأشخاص المحظور عليهم مثل هذا التعامل أيضاً في قرار هيئة الأوراق المالية والسلع رقم ٢ لسنة ٢٠٠١ بشأن النظام الخاص بالتداول والمقاصة والتسويات ونقل الملكية وحفظ الأوراق المالية ، والذي أبطل التعامل الداخلي في الحالات التالية :

١. علم المتعامل بالمعلومات الداخلية بحكم منصبه .
٢. إذا كان المتعامل رئيساً أو أحد أعضاء مجلس إدارة الشركة أو أحد موظفيها .

كما أشار المشرع الإماراتي إلى الأشخاص الذي يشملهم حظر إفشاء الأسرار بشكل عام ، وذلك في قانون العقوبات الاتحادي رقم ٣ لسنة ١٩٨٧ عندما فرض عقوبة الحبس مدة لا تقل عن سنة وبالغرامة التي لا تقل عن عشرين ألف درهم أو بإحدى هاتين العقوبتين من كان بحكم مهنته أو حرفته أو وضعه أو فنه مستودع سر ، فأفشاه في غير الأحوال المصرح بها قانوناً أو استعمله لمنفعته الخاصة أو لمنفعة شخص آخر دون إذن صاحب السر .[2]

وبالرغم من تعداد المشرع الإماراتي للأشخاص المشمولين بالحظر في كل من قانون الشركات الاتحادي رقم ٨ لسنة ١٩٨٤ وكذلك القرار الصادر عن هيئة الأوراق المالية والسلع رقم ٣ لسنة ٢٠٠٠ ، إلا أننا نرى أن هذا التعداد قد جاء على سبيل المثال وليس الحصر ، إذ بالإمكان شمول أطراف أخرى بهذا

---

(1) المادة ٣٢٢ من القانون المذكور .
(2) المادة ٣٧٩ من القانون المذكور .

الحظر إذا ما تحققت فيهم العلة من الحظر ، ولو أننا نحبذ أن يلغى هذا التعداد ويصار إلى نص عام يشمل كل من تنطبق عليه علة الحظر .[١]

ولقد تنبه المشرع الأردني إلى أهمية هذا الموضوع فلم يقم بتحديد فئات بعينها كفاعلين في حالات التعامل الداخلي ، حيث عَدّ كل شخص يقوم بأفعال نص عليها من بينها التعامل الداخلي مخالفاً للقانون وبالتالي يستوجب العقاب ، وبذلك عمل بموجب هذا النص على التوسيع من النطاق الشخصي لحظر التعامل الداخلي ، والأفعال التي تعد من قبيل التعامل الداخلي وفقاً لقانون الأوراق المالية الأردني تتمثل فيما يلي :[٢]

١. التداول أو حمل الغير على التداول بناءً على معلومات داخلية .

٢. استغلال المعلومات الداخلية أو السرية لتحقيق مكاسب مادية أو معنوية للشخص المطلع أو لغيره .

٣. إفشاء المعلومات الداخلية لغير مرجع الشخص المختص أو القضاء .

كذلك ورد الحظر في قانون الشركات الأردني رقم ٢٢ لسنة ١٩٩٧ على أشخاص بعينهم من التعامل بشكل مباشر أم غير مباشر في أسهم الشركة بناءً على معلومات اطلعوا عليها بحكم مناصبهم أو عملهم فيها ، وهؤلاء الأشخاص هم كل من رئيس وأعضاء مجلس إدارة الشركة ومديرها العام وأي موظف فيها ، ويحظر على أولئك إفشاء تلك المعلومات لأي شخص آخر .[٣]

وعادة ما يكون الشخص المطلع على صلة وثيقة بالجهة المصدرة ، بل يكون عادة في موقع هام بشكل كبير في إدارة الشركة ، وبالتالي فإنه يكون قريباً جداً من مصدر جميع المعلومات ذات الصلة بالمنشأة ومركز صنع القرار فيها .

(1) انظر المادة ٣٢٢/ ٧ من قانون الشركات التجارية الاتحادي لدولة الإمارات العربية المتحدة رقم ٨ لسنة ١٩٨٤ ، والمواد ٣٧ ، ٣٩ ، ٤١ من القانون الاتحادي رقم ٤ لسنة ٢٠٠٠ بشأن هيئة وسوق الإمارات للأوراق المالية والسلع ، والمادة ١٥ من قرار هيئة الأوراق المالية والسلع رقم ٢ لسنة ٢٠٠١ بشأن النظام الخاص بالتداول والمقاصة والتسويات ، وانظر أيضاً في هذا السياق المادة ٦٤ من قانون سوق رأس المال المصري رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ .

(2) المادة ١٠٨ من قانون الأوراق المالية الأردني رقم ٧٦ لسنة ٢٠٠٢ .

(3) المادة ١٦٦ من القانون المذكور .

ويثور التساؤل من جهة ثانية أيضاً في مدى خضوع الأشخاص الاعتبارية لحظر التعاملات الداخلية ، وقد أجاب على هذا التساؤل المشرع الفرنسي بشكل صريح في التعديل الصادر عام ١٩٩٦ بنصه على مسؤولية الشخص الاعتباري الجنائية عن الأفعال التي تعد من قبيل استغلال المعلومات الداخلية ، وقبل هذا التعديل كان مدير الشركة هو فقط من يخضع للمسؤولية الجنائية المفترضة عن التعاملات التي تجرى لصالح الشركة وفقاً لمعلومات داخلية وهي قرينة بسيطة قابلة لإثبات العكس ، أما إذا تم التعامل لصالح الشركة بواسطة شخص آخر غير المدير بناءً على معلومات داخلية فلكي يُسأل هذا الشخص جنائياً يجب أن يقام الدليل على أنه تلقى توجيهاً من قبل الشركة على إجراء هذه العملية بناءً على معلومات داخلية ، وبالتالي فبالإمكان مساءلة الشركة بصفتها المعنوية عن التعاملات بناءً على معلومات داخلية تتم لمصلحتها جنباً إلى جنب مع الشخص الطبيعي والذي لا تنتفي مسؤوليته القانونية عن ارتكابه هذا الفعل لمصلحة الشخص المعنوي [1] ، مع الأخذ بنظر الاعتبار طبيعة الشخص المعنوي عند فرض الجزاء.

وبالرغم من أن المشرع الفرنسي لم ينص على مسئولية الشخص المعنوي عن التعاملات الداخلية التي يجريها المديرين أو الموظفين لديه إلا في عام ١٩٩٦ بسنه هذا القانون ، إلا أنه في الحقيقة يخضع للمسؤولية قبل هذا التاريخ وذلك وفقاً لأنظمة لجنة عمليات البورصة (C.O.B) والتي يترتب على مخالفتها توقيع الغرامة المالية على الشخص الطبيعي وعلى الشخص المعنوي .[2]

وبالانتقال إلى موقف القوانين العربية في تحديد مدى خضوع الأشخاص

---

(1) انظر المادة ١٠/ ٤ من المرسوم ٦٧/٨٣٣ لسنة ١٩٦٧ المعدل بالقانون رقم ٩٦- ٥٩٧ لسنة ١٩٩٦ ؛ د.عمر سالم ، مرجع سابق ، ص ٥٣- ٥٨ ؛ د.صالح أحمد البربري ، سوق الأوراق المالية واستغلال المعلومات الداخلية بواسطة العالمين ببواطن الأمور ، مرجع سابق ، ص١٩٧٥- ١٩٧٦ ، وقد أخضع المشرع الأمريكي الجهات المصدرة لنفس أحكام حظر المعلومات غير المعلنة إذا ما تم التعامل لصالحها في الأوراق المالية الصادرة عنها ، Kohler V. Kohler Co., 319 F.2d 634,638 (7rh Cir. 1963). Green V. Hamilton Int'l Corp.437 F.Supp. 728 (S.D.N.Y. 1977) نقلا عن د.أحمد عبدالرحمن الملحم ، حظر استغلال المعلومات غير المعلنة الخاصة بالشركات في التعامل بالأوراق المالية ، مرجع سابق ، ص ٣٣ .

(2) انظر المادة الأولى من اللائحة رقم ٩٠- ٨ من لوائح اللجنة المذكورة ؛ د.عمر سالم ، مرجع سابق ، ص ٥٨ .

المعنوية لحظر التعاملات الداخلية ، نجد المشرع المصري قد نص على عدم جواز أن تقوم الشركة ولا أي من المديرين أو العاملين لديها بالتعامل في الأوراق المالية التي تكون قد توافرت لديهم معلومات بشأنها غير معلنة أو غير متاحة لسائر المتعاملين في البورصة .[١]

بينما جاء المشرع الإماراتي بنص عام على حظر التعاملات الداخلية في الأوراق المالية ، حيث لم يحدد طبيعة الشخص المحظور عليه القيام بهذا التعامل ، مما يشير إلى جواز شمول كل من الشخص الطبيعي والشخص المعنوي بهذا الحظر .[٢]

كما أن من المسائل الخاضعة للجدل في مجال حظر التعاملات الداخلية ما يتعلق بالتعاملات التي تحدث خارج البورصة ، فإلى أي مدى ينطبق حكم القانون على تلك التعاملات ؟ وعلى أطرافها ؟ خاصة أن القانون يضفي على المعاملات خارج البورصة الصفة الشرعية إذا ما تم قيدها فيها ، وباعتقادنا أن هناك قصوراً تشريعياً في انطباق النصوص التشريعية على تلك الصور من الممارسات خارج نطاق البورصة ، الأمر الذي يستدعي إجراء تعديلات تشريعية حول شمولها بالحظر أيضاً ، جنباً إلى جنب مع الحظر الذي يمتد إلى التعاملات التي تتم في نطاق بورصة الأوراق المالية (السوق المنظمة) .

ويحظر كذلك على أعضاء مجالس إدارات الهيئات العامة لأسواق المال وأعضاء مجالس إدارات بورصات الأوراق المالية والمدير التنفيذي والموظفين في هذه الإدارات والهيئات التعامل لمصلحتهم أو لمصلحة أطراف أخرى في أي من الأوراق المالية للجهات المدرجة بناءً على معلومات داخلية اطلعوا عليها بحكم مركزهم الوظيفي في تلك الإدارات .[٣]

---

(1) المادة ٢٤٤ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري .

(2) المواد ٣٧ و ٣٩ من القانون الاتحادي رقم ٤ لسنة ٢٠٠٠ بشأن هيئة وسوق الإمارات للأوراق المالية والسلع .

(3) المادة ٢٤ والمادة ٦٨ / ج من قانون الأوراق المالية الأردني رقم ٧٦ لسنة ٢٠٠٢ ، والمادة ٢١/ ٢ ، ٣ من النظام الداخلي لبورصة عمّان الصادرة استناداً لأحكام المادة ٦٥ من قانون الأوراق المالية الأردني رقم ٧٦ لسنة ٢٠٠٢ ، والمادة ٢٩ من النظام الداخلي لبورصة عمّان .

كما يحظر التعامل في الأوراق المالية بناءً على معلومات داخلية أو غير معلنة كذلك في الحالات الخاصة بعروض شراء الأوراق المالية ، حيث يمكن أن يكون أحد مديري الشركة المصدرة ، أو أحد كبار المساهمين فيها ممن يرغب بالاستحواذ على أسهم الشركة ، يحتفظون خلال فترة مفاوضات الشراء بمعلومات داخلية تمكنهم من الاستفادة منها في مثل هذه الحالات إذا ما تمت الصفقة لصالحهم ، وقد أكد القضاء الأمريكي على حظر هذه التعاملات في كثير من أحكامه ، منها الحكم الصادر في قضية خاصة بشركة أعلنت عن معلومات أدت إلى تضليل المساهمين وأخفت عنهم معلومات تتعلق بمفاوضات تجريها جهات أخرى معها من أجل الاستحواذ على أسهمها .[١]

رابعاً : النطاق الموضوعي لحظر التعامل الداخلي :

يتحقق التعامل الداخلي (Insider Trading) في صورتين اثنتين ، تتمثل الصورة الأولى في حالة الاستغلال الشخصي للمعلومات الداخلية ، أما الصورة الثانية فتتمثل في حالة إفشاء المعلومات الداخلية للغير .

وهاتان الصورتان اللتان يشملهما الحظر المذكور تشكلان خرقاً واضحاً لمبدأ الإفصاح والشفافية في بورصة الأوراق المالية ، وتعدان في ذات الوقت جرائم في نطاق القانون الجنائي يتعرض مرتكبوها إلى الجزاء الذي حددته التشريعات المنظمة للبورصة [٢] ، وسيتم تناول كلتا الصورتين في الفقرتين التاليتين :

١- الاستغلال الشخصي للمعلومات الداخلية :

يتمثل فعل الاستغلال الشخصي للمعلومات الداخلية في قيام أحد الأشخاص

(1) د.سامي عبدالباقي أبو صالح ، النظام القانوني لعروض الشراء في سوق الأوراق المالية ، دار النهضة العربية ، القاهرة ، مصر ، ٢٠٠٦ ، ص ٢٥٨- ٢٥٩ .

(2) انظر نص المادة ٤١ من القانون الاتحادي رقم ٤ لسنة ٢٠٠٠ بشأن هيئة وسوق الإمارات للأوراق المالية والسلع والمادة ٧/٣٢٢ من قانون الشركات التجارية الاتحادي لدولة الإمارات العربية المتحدة رقم ٨ سنة ١٩٨٤ .

المطلعين على المعلومات الداخلية سواء أكان من فئة الأشخاص الرئيسيين أم الثانويين باستغلال المعلومة الداخلية التي اطلع عليها في التعامل بالأوراق المالية للجهة التي تربطه بها علاقة مما تم بيانه في النطاق الشخصي وذلك لحسابه الخاص .

وتتخذ هذه الحالة صورتين ، أولاهما الصورة الاعتيادية حيث يكون التعامل الداخلي قد تم بشكل مباشر عندما يقوم الشخص المطلع بالتعامل مباشرة بالأوراق المالية بيعاً أو شراءً بناءً على المعلومة التي اطلع عليها ، أما الصورة الثانية للاستغلال الشخصي للمعلومة الداخلية فيكون التعامل فيها بشكل غير مباشر حيث يقوم الشخص المطلع على المعلومة الداخلية بتسخير غيره لمصلحته الشخصية في إجراء العملية باسم ذلك الشخص الوسيط ولمصلحة المطلع .(١)

وقد حظر المشرع الإماراتي التعامل في الأوراق المالية الذي يتم بناءً على معلومات داخلية أو غير معلنة تمكن المتعامل بحكم منصبه من الاطلاع عليها (٢) ، كما أبطل مثل هذا التعامل وبشكل خاص إن كان المتعامل هو رئيس أو عضو مجلس إدارة المنشأة أو موظفاً فيها .(٣)

٢- إفشاء المعلومات الداخلية للغير :

كما أن الاستغلال الشخصي للمعلومات الداخلية يعد خرقاً لمبدأ الإفصاح والشفافية بشكل خاص وللتشريعات المنظمة لبورصة الأوراق المالية بشكل عام ، فإن إفشاء تلك المعلومات للغير يعد كذلك خرقاً لهذا المبدأ ولتشريعات البورصة ، لذلك فإن الواجب المقرر على المطلعين على المعلومات الداخلية يحتم عليهم كذلك عدم إفشاء تلك المعلومات للغير ، فلا يجوز لهم إطلاع غيرهم على المعلومات

---

(1) د.عمر سالم ، مرجع سابق ، ص ٦٧ .

(2) المادة ٣٩/ ١ من القانون الاتحادي رقم ٤ لسنة ٢٠٠٠ بشأن هيئة وسوق الإمارات للأوراق المالية والسلع .

(3) المادة ١٥ من قرار مجلس إدارة هيئة الأوراق المالية والسلع في دولة الإمارات العربية المتحدة رقم ٢ لسنة ٢٠٠١ بشأن النظام الخاص بالتداول والمقاصة والتسويات ونقل الملكية وحفظ الأوراق المالية .

التي اطلعوا عليها في ظرف معين حتى ولو كان هذا الغير من الأقارب بمن فيهم الأزواج أو الأبناء .

وتتحقق حالة إفشاء معلومات داخلية للغير عندما يحصل شخص مطلع على معلومة داخلية لإحدى الشركات التي له علاقة معها كشخص رئيس أو ثانوي ويقوم بدوره بتسريب تلك المعلومة للغير سواء أكان هذا التسريب للمعلومة مقابل مصلحة معينة أم دون مقابل .

وإفشاء المعلومات الداخلية للغير يعد عملاً غير مشروع يستوجب العقاب سواء أتم هذا الإفشاء عن عمد أم دون قصد ، بالرغم من أن إثبات الفعل غير العمدي يواجه صعوبات تتمثل في وجوب إثبات العلاقة بين عملية البيع أو الشراء لأوراق مالية معينة من قبل الشخص المتلقي للمعلومة الداخلية من جهة وعملية إفشاء تلك المعلومة إليه من قبل الشخص المطلع من جهة ثانية .[١]

ووفقاً للقانون الفرنسي يخضع للتجريم الشخص الطبيعي الذي يحوز معلومة داخلية تتعلق بورقة أو أداة مالية مدرجة في سوق منظم ، وذلك عند أدائه مهام مهنته أو وظيفته ، فقام بإفشائها إلى الغير ممن لا يكونون ضمن دائرة عمله ، وبموجب القانون لسنة ١٩٩٦ تم إدخال الشخص المعنوي ضمن نطاق المسؤولية .[٢]

ومن جهته لم يعالج المشرع الإماراتي في التشريعات المنظمة لسوق الأوراق المالية في الدولة جريمة إفشاء المعلومات الداخلية إلى الغير ، بالرغم من إمكانية شمول هذه الجريمة للحكم الوارد في قانون العقوبات الاتحادي رقم ٣ لسنة ١٩٨٧ عندما يكون الشخص الذي ارتكب هذا الفعل بحكم مهنته أو حرفته أو وضعه أو فنه مستودع سر ، فقام بإفشاء هذا السر إلى الغير في غير الأحوال

(1) د.صالح احمد البربري ، سوق الأوراق المالية واستغلال المعلومات الداخلية بواسطة العالمين ببواطن الأمور ، مرجع سابق ، ص ٢٠٠٥- ٢٠٠٦ .

(2) انظر المادة ١٠- ١/ ٢ من المرسوم الصادر عام ١٩٧٢ المعدل بموجب القانون لسنة ١٩٨٩ ؛ د.عمر سالم ، مرجع سابق ، ص ٨٢ .

المصرح بها قانوناً أو استعمله لمنفعته الخاصة أو لمنفعة شـخص آخـر دون إذن صاحب السر .[١]

لذلك فمن الضروري سد النقص الموجود في التشريعات المنظمة لسوق الإمارات للأوراق المالية فيما يتعلق بإفشاء المعلومات الداخلية إلى الغير ، وذلك بأن يُستحدث في تلك التشريعات نص قانوني يقضي بحظر إفشاء المعلومات الداخلية إلى الغير من قبل الشخص الذي يكون بحكم منصبه مطلعاً عليها ، وفرض العقوبة المناسبة على مرتكب هذا الفعل غير المشروع .

أما في القانون المصري فقد جاء المشرع بنص في قانون سوق رأس المال جرم فيه " كل من أفشى سراً اتصل به بحكم عمله تطبيقاً لأحكام هذا القانون " ، وفرض على مرتكب هذا الفعل العقوبة المناسبة .[٢]

كما تتحقق المسؤولية – وفقاً للقانون المصري – على مراجع الحسابات عن الأفعال المتضمنة إفشاء للمعلومات التي اطلع عليها بحكم مهنته إلى الغير بمن فيهم المساهمون في الشركة ، كونه يعد أميناً على تلك المعلومات والبيانات .[٣]

وقد تثور مشكلة قد تواجه القضاء في حالات الاتهام للأشخاص المستفيدين من غير المطلعين على المعلومات الداخلية ، فبعض القوانين تخلو من النص على تجريم ومعاقبة هؤلاء الأشخاص بالرغم من استغلالهم للمعلومات الداخلية وجنيهم الأرباح الطائلة من هذا الاستغلال ، كما في القانون المصري ، حيث لم يرد فيه ما يشير إلى معاقبة مرتكب هذا الفعل .[٤]

---

(1) المادة ٣٧٩ من القانون المذكور .

(2) المادة ٦٤ من قانون سوق رأس المال المصري رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ .

(3) المادة ١٠٨ من قانون الشركات المصري رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١ ، وبموجب المادة ١٦٣/ ٥ من قانون الشركات المصري رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١ يعاقب مراجع الحسابات بالغرامة التي لا تقل عن ألفي جنيه ولا تزيد على عشرة آلاف جنيه يتحملها شخصياً عن إفشائه الأسرار التي اطلع عليها بحكم مهنته ، وهذه العقوبة عامة على كل من يخالف نصاً آمراً في القانون .

(4) انظر المادة ٦٤ من قانون سوق رأس المال المصري رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ .

وبالرغم من عدم معالجة المشرع الفرنسي في السابق لهذه الجريمة إلا أنه كان للقضاء الفرنسي السبق في هذا المجال عندما واجهته هذه المشكلة بمناسبة تعرضه للفصل في إحدى القضايا ضد متهمين اثنين تم تجريم المتهم الأول على أساس قيامه بإفشاء معلومات داخلية اطلع عليها بحكم وظيفته ، حيث وجد القاضي نصاً عقابياً على هذه الحالة ، بينما لم يجد نصاً عقابياً على حالة المتهم الثاني المستفيد من المعلومة الداخلية واستطاع أن يجني أرباحاً طائلة من فعلته ، فما كان من القاضي إلا أن طبق النص العقابي لحالة إخفاء المعلومات على فعل المتهم الثاني ، كونه تحصل على المعلومة الداخلية وأخفاها عن قصد بنية استغلالها للقيام بعمليات يرمي من ورائها إلى جني الأرباح [١] ، وعلى أثر القضية المذكورة صدر القانون المسمى بقانون أمن وشفافية سوق المال ، وكان ذلك في عام ١٩٨٩ .[٢]

وبموجب القانون الصادر عام ١٩٩٦ حظر المشرع الفرنسي على الأشخاص المعنوية الاستفادة من المعلومات الداخلية التي ترد إليهم من أشخاص مطلعين على تلك المعلومات .[٣]

وبالنظر إلى النصوص القانونية الواردة في قانون سوق رأس المال المصري رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ ، نجدها تخلو من النص على حظر التعامل في الأوراق المالية الذي يتم بناءً على معلومات داخلية عندما لا يكون المتعامل شخصاً مطلعاً على تلك المعلومات ، لذلك يرى الباحث أن يسد المشرع المصري هذا النقص في القانون وذلك بالنص على حظر هذا التعامل ، وفرض العقوبة المناسبة على المتعامل الذي يقوم باستغلال معلومة داخلية وردت إليه من شخص مطلع .

---

(1) د.صالح احمد البربري ، سوق الأوراق المالية واستغلال المعلومات الداخلية بواسطة العالمين ببواطن الأمور ، مرجع سابق ، ص ٢٠٠٩-٢٠١٢ .

(2) د.صالح احمد البربري ، الممارسات غير المشروعة في بورصة الأوراق المالية مرجع سابق ، ص ٢٤٦ .

(3) د. محمد فاروق عبدالرسول ، مرجع سابق ، ص ١٥٠ .

الفرع الثالث

الوسائل الكفيلة بمواجهة حالات التعامل الداخلي

تتخذ المواجهة لحالات التعامل الداخلي طريقين : أحدهما تشريعي والآخر إداري ، ولكن تتفاوت تلك المواجهة في القوة بين الدول التي لديها بورصات للأوراق المالية ، لذلك سيتم التعرض لهذين الطريقين فيما يلي :

أولاً : المواجهة التشريعية لحالات التعامل الداخلي :

لقد تصدت التشريعات المنظمة لبورصات الأوراق المالية لحالات التعامل الداخلي في الأوراق المالية بالنص على حظرها ومعاقبة مرتكبيها ، إلا أنه لم تكن تلك التشريعات على درجة واحدة في قوة مواجهتها لهذه الصورة من الإخلال .

ولقد كان للمشرع الفرنسي بصمة واضحة في القانون الفرنسي لسنة ١٩٨٩ من خلال معاقبة الشخص المطلع الذي يقوم بإفشاء المعلومة الداخلية إلى الغير بالحبس لمدة ستة أشهر وبغرامة مقدارها مائة ألف فرنك فرنسي ، بالإضافة إلى معاقبة الشخص المعنوي الذي ترتكب الجريمة لحسابه بموجب القانون الصادر في ٢ يوليو ١٩٩٦ .(١)

أما المشرع الأمريكي فقد واجه حالات التعامل الداخلي بشكل حازم ، وبدا ذلك واضحاً في قانون بورصة الأوراق المالية لسنة ١٩٣٤ ، حيث أوجب المشرع الأمريكي في هذا القانون على من يحوز معلومة داخلية أن يقوم بأحد أمرين ، إما أن يمتنع عن استخدام المعلومة التي يحوزها في التعامل بالأوراق المالية ، أو أن يقوم بالإعلان عن المعلومة المذكورة على الملأ .(٢)

---

(1) د. محمد فاروق عبدالرسول ، مرجع سابق ، ص ١٥٠ .

(2) د.سامي عبدالباقي أبو صالح ، مرجع سابق ، ص ٢٥٧- ٢٥٨ ؛ وقد عالج المشرع الأمريكي ظاهرة التعامل الداخلي في الفصل ١٠- ب من قانون بورصة الأوراق المالية لسنة ١٩٣٤ .

أما المشرع الإماراتي فقد جاء في القانون الاتحادي رقم ٤ لسنة ٢٠٠٠ – ابتداءً – بنص عام يقضي بعدم جواز استغلال المعلومات غير المعلنة (الداخلية) التي يمكن أن تؤثر على أسعار الأوراق المالية لتحقيق منافع شخصية [1] ، ثم جاء بنص آخر تضمن عدم جواز التعامل بالأوراق المالية من قبل أي شخص بناءً على معلومات غير معلنة أو مفصح عنها (داخلية) يكون قد علم بها بحكم منصبه [2] ، وأخيراً نص على معاقبة أطراف هذا التعامل بالحبس مدة لا تقل عن ثلاثة أشهر ولا تتجاوز ثلاث سنوات وبالغرامة التي لا تقل عن مائة ألف درهم ولا تتجاوز مليون درهم أو بإحدى هاتين العقوبتين [3] ، ويستوي في فرض العقوبة المذكورة على المخالف أن يكون الطرف المخالف من الأشخاص المطلعين أو من المتلقين للمعلومات الداخلية من غير المطلعين .[4]

ونعتقد أن هناك ثغرة في النصوص التي وردت في التشريعات المنظمة لسوق الإمارات للأوراق المالية فيما يتعلق بتجريم ومعاقبة أطراف التعامل بناءً على معلومات داخلية ، وهي أنه لم يرد في النصوص المذكورة ما يفيد تجريم ومعاقبة الشخص المطلع من غير المستفيدين من المعلومة الداخلية فيما لو أفشى المعلومة التي يحوزها إلى الغير ، بالرغم من شموله في الوقت الحاضر بالتجريم والعقوبة التي قررها المشرع في قانون العقوبات الاتحادي رقم ٣ لسنة ١٩٨٧ إذا ما كان الشخص مستودع سر بحكم مهنته أو حرفته أو وضعه أو فنه فقام بإفشاء هذا السر إلى الغير في غير الأحوال المصرح له بها قانوناً أو استعمل هذا السر لمنفعته الخاصة أو لمنفعة شخص آخر دون إذن صاحب السر [5] ، ومع ذلك كان الأولى بالمشرع الإماراتي أن ينص على تجريم الشخص المطلع على معلومة

(1) المادة ٣٧ من القانون الاتحادي رقم ٤ لسنة ٢٠٠٠ بشأن هيئة وسوق الإمارات للأوراق المالية والسلع .

(2) المادة ٣٩ من القانون الاتحادي رقم ٤ لسنة ٢٠٠٠ بشأن هيئة وسوق الإمارات للأوراق المالية والسلع .

(3) انظر المادة ٤١ من القانون الاتحادي رقم ٤ لسنة ٢٠٠٠ بشأن هيئة وسوق الإمارات للأوراق المالية ، والمادة ٣٧/ ب ، د والمادة ٣٩ من قرار مجلس إدارة هيئة الأوراق المالية والسلع رقم ٣ لسنة ٢٠٠٠ .

(4) المادة ٣٧ والمادة ٣٩ من القانون الاتحادي رقم ٤ لسنة ٢٠٠٠ بشأن هيئة وسوق الإمارات للأوراق المالية .

(5) المادة ٣٧٩ من القانون المذكور .

داخلية من غير المستفيدين ومن ثم فرض العقوبة المناسبة عليه مقابل إفشاءه المعلومة الداخلية للغير .

أما التشريعات الأخرى المنظمة لبورصات الأوراق المالية ، ومنها على سبيل المثال القانون المصري ، فقد فرض المشرع في قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ عقوبة الحبس مدة لا تقل عن سنتين وبغرامة لا تقل عن عشرين ألف جنيه ولا تزيد على خمسين ألف جنيه أو بإحدى هاتين العقوبتين مع عدم الإخلال بأية عقوبة أشد في أي قانون آخر ، على كل من أفشى سراً علمه بحكم عمله أو حقق نفعاً منه هو أو زوجته أو أولاده [1] ، بينما فرض المشرع المصري في قانون الإيداع والقيد المركزي رقم ٩٣ لسنة ٢٠٠٠ على مرتكب هذا الفعل بالحبس مدة لا تقل عن ستة أشهر وبغرامة لا تقل عن خمسين ألف جنيه ولا تزيد على مائة ألف جنيه أو بإحدى هاتين العقوبتين .[2]

ويؤخذ على مواجهة المشرع المصري لحالات التعامل الداخلي في القانونين المذكورين أعلاه ، أنه اقتصر من خلالهما على حالات محددة شملها الحظر المذكور ومعاقبة مرتكبيها [3] ، فلم يرد فيهما مثلاً ما يشير إلى تجريم المستفيد من غير المطلعين على المعلومة الداخلية .

ومن التشريعات العربية التي تصدت لمواجهة حالات التعامل الداخلي القانون الأردني ، الذي عدّ مخالفةً لأحكام القانون قيام أي شخص بتداول أوراق مالية أو حمل الغير على تداولها بناءً على معلومات داخلية أو استغلال تلك المعلومات لتحقيق مكاسب مادية أو معنوية للشخص المتعامل أو لغيره أو إفشاء المعلومات الداخلية لغير مرجعه أو القضاء .[4]

---

(1) المادة ٦٤ من القانون المذكور .

(2) المادة ٥٦ من القانون المذكور .

(3) د.شعبان أحمد محمود والمستشار رجب عبدالحكيم سليم ، مرجع سابق ، ص ١٦٩٨ .

(4) المادة ١٠٨ من قانون الأوراق المالية الأردني رقم ٧٦ لسنة ٢٠٠٢ .

ثم جاء المشرع الأردني في نص آخر فارضاً عقوبة الغرامة بما لا يزيد على مائة ألف دينار أردني بالإضافة إلى غرامة لا تقل عن ضعف الربح الذي حققه المتعامل أو ضعف الخسارة التي تجنبها بالإضافة إلى الحبس مدة لا تزيد على ثلاثة سنوات [١] ، ويحق لمجلس مفوضي هيئة الأوراق المالية تقييد الترخيص أو الاعتماد الممنوح أو تعليقه أو إلغائه في أي من الحالات التي تشكل إخلالاً لأحكام القانون أو الأنظمة أو التعليمات أو القرارات الصادرة بمقتضاه والتي من بينها الأحكام المقررة لحظر التعاملات الداخلية .[٢]

ولا تؤثر تلك الجزاءات المفروضة على من يخالف الأحكام المقررة في حظر التعاملات الداخلية ما يكون لأي مستثمر من حق في المطالبة بالتعويض عن أي خسائر تعرض لها جرّاء التعاملات التي تتم بناءً على معلومات داخلية [٣] ، وتطبق في مثل تلك الحالات قواعد المسؤولية التقصيرية عند تقرير المسؤولية على الشخص المخالف وتقدير التعويض للشخص المتضرر .

ثانياً : دور الجهات الإدارية والرقابية في مواجهة حالات التعامل الداخلي :

تؤدي الهيئات العامة لأسواق المال وإدارات بورصات الأوراق المالية دوراً هاماً في رصد حالات الإخلال التي تحدث في الأسواق وتعمل على ضبط المتورطين في تلك الممارسات غير المشروعة ، ومن حالات الإخلال التي تواجهها تلك الجهات التعاملات الداخلية من خلال رصدها لها وضبطها وإحالة مرتكبيها إلى القضاء المختص لمحاكمتهم ومن ثم إيقاع الجزاء المناسب عليهم ، حيث إن تأثير تلك المظاهر والممارسات لا يمتد فقط إلى الإضرار بالمتعاملين في بورصة الأوراق المالية فحسب وإنما يتعدى أثرها كذلك في الإساءة إلى استقرار البورصة وزعزعة الثقة فيها .

---

(1) المادة ١١٠ من قانون الأوراق المالية الأردني رقم ٧٦ لسنة ٢٠٠٢ .

(2) انظر المادة ١١٢ من قانون الأوراق المالية الأردني رقم ٧٦ لسنة ٢٠٠٢ .

(3) انظر المادة ١١١ من قانون الأوراق المالية الأردني رقم ٧٦ لسنة ٢٠٠٢.

لذلك فقد منح المشرع في كافة الدول دوراً أكبر لتلك الهيئات والإدارات من أجل مواجهة تلك المظاهر غير المشروعة ، وجعل سلطاتها تمتد لتشمل الرقابة على الجهات المدرجة وأعضاء مجالس إداراتها والمتعاملين في البورصة وكذلك شركات الوساطة المالية وكل من له صلة بهذا النشاط لضبط ومعاقبة كل من يثبت أن له دوراً في العمليات التي تنطوي على تعاملات داخلية .

وقد قام المشرع الإماراتي بتفعيل هذا الدور في الإشراف والرقابة على نشاط تداول الأوراق المالية من خلال منح هيئة الأوراق المالية والسلع وبالتنسيق مع البورصات المرخصة في الدولة إجراء التفتيش والتحريات اللازمة للتأكد من تطبيق الأنظمة المرعية في هذا النشاط .[١]

وحفاظاً منه علي استقرار التعاملات في بورصة الأوراق المالية ودفعاً لأي شبهة في التعامل الداخلي التي قد تطال رؤساء وأعضاء مجالس إدارات الجهات المدرجة والمديرين والموظفين فيها ، فقد قرر المشرع الإماراتي على أولئك الأطراف عدم جواز التصرف بأنفسهم أو بواسطة غيرهم بأي تعامل في الأوراق المالية للشركة التي يتبعونها ما لم يقوموا بالإفصاح عن طريق السوق عن عمليات الشراء أو البيع التي ينوون إجراءها وكميات تلك العمليات وأسعارها وعلى أن يحصلوا بعد هذا الإفصاح على موافقة مدير السوق على إجراء هذه التعاملات .[٢]

وقد قرر المشرع الإماراتي من جهة أخرى بطلان أي تعامل يتم من قبل أي من هؤلاء بناءً على استغلالهم لمعلومات داخلية أو غير معلنة عن الشركة التي

(1) المادة ١٠ من قرار مجلس الوزراء لدولة الإمارات العربية المتحدة رقم ١١ لسنة ٢٠٠٠ بشأن النظام الخاص بترخيص السوق والرقابة عليه ، وقد أحالت هذه المادة إلى المادة ٤ من القانون الاتحادي رقم ٤ لسنة ٢٠٠٠ بشأن هيئة وسوق الإمارات للأوراق المالية والسلع والتي عددت بدورها الأنظمة الخاصة بهذا النشاط والتي يحق للهيئة في سبيل تحقيق أغراضها اقتراح بعضها ووضع البعض الآخر منها .

(2) المادة ١٧ من قرار مجلس الوزراء لدولة الإمارات العربية المتحدة رقم ١٢ لسنة ٢٠٠٠ بشأن النظام الخاص بإدراج الأوراق المالية والسلع .

يتبعونها [١] ، وبذلك يكون المشرع الإماراتي قد قطع الطريق أمام أية محاولة من قبل البعض ممن يكونون في مراكز تمكنهم من الاطلاع على معلومات داخلية للجهات المصدرة في أن يقوموا باستغلال مراكزهم في الحصول على معلومات داخلية واستغلال تلك المعلومات في الحصول على منافع لهم أو لأزواجهم أو أولادهم القصر .

ولدى الانتقال إلى واقع هذا النوع من المواجهة لحالات التعامل الداخلي نجد مثلاً في المملكة المتحدة - مؤخراً - ظهور مؤسسة منظمة تنظيماً ذاتياً تدعى "هيئة محلفي المدينة" City Panel تمتد سلطاتها لتشمل كل من يتعامل في إطار الاندماجات القانونية وعروض الاستحواذ ، حيث تتعاون هذه المؤسسة مع سلطات البورصة لضبط التعاملات للحيلولة دون حدوث مخالفات لقانون الشركات وقانون الخدمات المالية ، وقد عنت المدونة التي تسير عليها المؤسسة المذكورة بوضع الجزاءات التي تتراوح بين التأنيب الخاص والانتقاد الرسمي وسحب الإذن بالحصول على تسهيلات في البورصة ، وتفرض هذه الصور من الجزاءات بالتنسيق مع بورصة لندن في حال وقوع أي حالة تعامل داخلي تتعلق بأسعار عروض الشراء المقدمة للشركات .[٢]

(1) المادة ١٥/ ب من قرار هيئة الأوراق المالية والسلع في دولة الإمارات العربية المتحدة رقم ٢ لسنة ٢٠٠١ بشأن النظام الخاص بالتداول والمقاصة والتسويات ونقل الملكية وحفظ الأوراق المالية .

(2) د.حسين فتحي ، مرجع سابق ، ص ٦٣- ٦٤ .

المبحث الثاني

الممارسات غير المشروعة الناتجة عن الإخلال بالإفصاح والشفافية والوسائل الكفيلة بمواجهتها

تمهيـد وتقسيـم :

إن تطور وازدهار أية بورصة للأوراق المالية ومدى كفاءتها يعتمد بشكل أساس على ما يتوفر فيها من معلومات تكون متاحة لجميع المستثمرين بشكل يحقق العدالة والمساواة في آن واحد ، ولا يتحقق ذلك دون تطبيق كامـل وسـليم لمبـدأ الإفصاح والشفافية ، وفقاً للمتطلبات التي قررتها التشريعات المنظمـة لبورصـات الأوراق المالية والتشريعات الأخرى ذات الصلة بهذا النشـاط .(١)

وإذا ما اعترى بورصة الأوراق المالية أي خلل في تطبيق مبدأ الإفـصاح والشفافية بما فيها مظاهر الإخلال التي تم تناولها فـي المبحـث الأول ، لا بـد أن يتولد عن ذلك الإخلال بيئة مناسبة تظهر فيها ممارسات غير مشروعة ناتجة عـن هذا الإخلال ، وذلك نتيجة لغياب الوسائل الطبيعية في حصول الأطراف المـستفيدة على المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية من الجهات الملزمة بها .

فالامتناع عن الإفصاح أو الإفصاح الناقص أو التأخير فيه ، وحالات الإفصاح الكاذب أو المضلل ، والتعاملات الداخلية ، جميع تلك المظاهر غير المشروعة هي أولاً تخل بشكل أساس باستقرار بورصة الأوراق المالية ، وتعمل ثانياً على ظهور ممارسات غير مشروعة تضاف إلى العوامل المؤثرة سلباً في استقرار البورصة .

ومن الممارسات غير المشروعة التي تُعد نتيجة طبيعية للإخلال بمبدأ الإفصاح والشفافية في البورصة هي نشر وترويج الشائعات في البورصة ، إضافة إلى ظهـور حالات من المضاربات غير المشروعة أو التلاعب بأسعار الأوراق المالية .

---

(1) د.صالح أحمد البربري ، قواعد الشفافية والإفصاح والأشخاص الملزمون بتطبيقها في سوق الأوراق المالية ، مرجع سابق ، ص ١٨٦٥ .

لذلك سيتم تناول هاتين الصورتين من الممارسات غير المشروعة في المطلبين التاليين :

المطلب الأول : نشر وترويج الشائعات في بورصة الأوراق المالية .

المطلب الثاني : المضاربات غير المشروعة أو التلاعب بأسعار الأوراق المالية في البورصة .

المطلب الأول

نشر وترويج الشائعات في بورصة الأوراق المالية

تمهيــد وتقسيــم :

عندما يحصل خلل في تطبيق مبدأ الإفصاح والشفافية فــي المعلومــات ، تصبح عند ذاك بورصة الأوراق المالية عرضة لانتــشار الــشائعات والأقاويــل ، فالساحة تكون رحبة لمروجي تلك الشائعات ولا يجد المستثمر مــن يوصــله إلــى المعلومة الصحيحة ، وبالتالي يكون أهلاً لاستقبال وتلقي المعلومات مــن مــصادر غير موثوق بها ، الأمر الذي يؤثر سلباً فــي عمليــات تــداول الأوراق الماليــة ، وبالتالي يقود إلى عدم الاستقرار وتذبذب الأسعار .

وقبل تناول الحظر المقرر في التشريعات المنظمــة لبورصــات الأوراق المالية على نشر وترويج الشائعات فيها ينبغي التعرف على المقــصود بالــشائعات وعلاقتها بالمعلومات ، وتأثيرها في بورصة الأوراق المالية ، بالإضافة إلى تحديــد الجهات المعنية بعدم ترويج الشائعات وأخيراً ما يترتب من جزاءات على مرتكبــي هذا النوع من الممارسات غير المشروعة ومواجهتها .

لذلك سيتم تناول هذا الموضوع من خلال الفروع التالية :

الفرع الأول : المقصود بالشائعات وعلاقتها بالمعلومات المفصح عنها في البورصة.

الفرع الثاني : تأثير الشائعات في بورصة الأوراق المالية .

الفرع الثالث : الجهات المعنية بالحفاظ على البورصة من الشائعات .

الفرع الرابع : المسؤولية المترتبة على نشر وترويج الشائعات في البورصة .

الفرع الأول

المقصود بالشائعات
وعلاقتها بالمعلومات المفصح عنها في البورصة

يتطلب بيان المقصود بالشائعات – ابتداءً – تعريف الشائعات ، ومن ثم التفريق بينها وبين بعض المفاهيم القريبة منها كالأخبار والبيانات والدعايات ، ، وأخيراً بيان علاقة الشائعات بالمعلومات المفصح عنها في بورصة الأوراق المالية .

لذلك سيتم تناول هذا الموضوع من خلال الفقرات التالية :

أولاً : تعريف الشائعات :

عرف أحد الباحثين الشائعات بأنها " تعبير يطلق على المعلومات والأخبار والأفكار والروايات التي يتناقلها الناس لارتباطها بموضوعات تُعد هامة بالنسبة إليهم ، وتكون المعلومات عنها متضاربة أو غير متيسرة أو غير مقنعة ، غالباً بالكلمة المنطوقة ، وأحياناً بأساليب التواصل غير المألوفة كالدعاية والنكتة والرسم الكاريكاتيري ، أو عن طريق المنشورات أو النشرات أو الصحافة أو الإذاعة أو أجهزة الإعلام الأخرى ، دون أن ترتكز على مصدر موثوق به يؤكد صحتها ، وقد تتضمن أحياناً حقيقة ، أو قد تقوم على أساس من الحقيقة ، وقد تكون مختلقة تماماً لا أساس لها من الواقع ، فتؤثر أثناء تداولها على تفكير الإنسان ونفسيته ، وعلى انفعالاته وخياله وسلوكه إلى المدى الذي قد يرى فيها ما ليس موجوداً فيضيف إليها كلاماً آخر مما يجعلها أكثر سرياناً وانتشاراً وجاذبية " .(١)

(1) د.محمد هشام أبو الفتوح ، الشائعات في قانون العقوبات المصري والقوانين الأخرى ، دار النهضة العربية ، القاهرة ، مصر ، ١٩٩٥ ، ص ٧٣- ٧٤ .

ثانياً : التمييز بين الشائعات وما يشتبه بها من مفاهيم :

الأخبار ، البيانات ، مفاهيم قريبة من مفهوم الشائعات ، وقد تختلط بها في بعض الأحيان والظروف ، إلا أن لكل مفهوم من تلك المفاهيم معنى مستقلاً عن المعنى الذي يؤديه المفهوم الآخر ، وبالتالي فلكي يتضح مفهوم الشائعات ينبغي بيان معاني المفاهيم الأخرى القريبة منه ، وهو ما سيتم تناوله في الفقرات التالية :

١. التمييز بين الشائعات والأخبار :

يقصد بالأخبار وفقاً للتعريف الفقهي لها ، " المعلومات التي تتعلق بحادث معين ، وترتكز أو تبدو أنها مرتكزة على الواقع المادي " .[١]

ومن هنا تختلف الشائعات عن الأخبار من حيث إن الأخبار هي معلومات يؤيدها البرهان والدليل القاطع ، بعكس الشائعات التي يكتنفها الغموض وعدم الوضوح .[٢]

٢. التمييز بين الشائعات والبيانات :

يقصد بالبيانات ، المعلومات التي تذكر عن أمر معروف إجمالاً لعموم الناس ، كالبيانات العسكرية ، وقد تكون البيانات صادقة ، أو تكون كاذبة إذا ما أريد من ورائها تحقيق غايات معينة حسب الأحوال ، كرفع معنويات شعب أو جماعة ما عند التعرض لموقف عصيب .[٣]

بينما لا تكون الشائعات معروفة للجمهور ، وإنما قد يتم ترويجها بين مجموعة من الأشخاص والجماعات .

---

(1) المرجع السابق ، ص ٣٣ .
(2) المرجع السابق ، ص ٣٦ .
(3) المرجع السابق ، ص ٣٧ .

ثالثاً : علاقة الشائعات بالمعلومات المفصح عنها في البورصة :

في الأوقات التي يضعف فيها دور الإفصاح والشفافية في بورصة الأوراق المالية ينشط تأثير الشائعات ، وتصبح البورصة عند ذاك مرتعاً خصباً لهذه الآفة المدمرة التي يستخدمها المتلاعبون للتأثير في صغار المستثمرين وحديثي العهد بهذا النشاط ليغدوا فرائس سهلة لتلك الممارسات غير المشروعة من أجل جني الأرباح غير المشروعة على حساب الآخرين .

وتبدو العلاقة بين المعلومات المتداولة في البورصة والشائعات ، في أن أساس التعامل في الأوراق المالية يقوم على المعلومات المتداولة بين القنوات المرخصة لتداول تلك المعلومات ، والتي تتمثل في الجهات الملزمة بالإفصاح من جهة والجهات المستفيدة منها من جهة ثانية والتي يُعد المستثمر المستفيد الرئيس من بينها ، فإذا ما اختلت هذه الرابطة وضعفت ، نشطت من جانب آخر الرابطة الأخرى بين هذا المستفيد وهو المستثمر وأطراف أخرى يقوى دورها في ظل ضعف الرابطة الأولى ، فهي علاقة عكسية كلما قويت من جانب ضعفت من جانب آخر .

لذلك كان لزاماً على الجهات التشريعية أن تعنى بوضع التشريعات الكفيلة بتقوية دور الإفصاح والشفافية في بورصة الأوراق المالية لمواجهة حالات تفشي الشائعات ، ثم يأتي دور الأجهزة التنفيذية لمواجهة تفشي الشائعات من خلال الإجراءات الحازمة للقضاء عليها أو الحد منها .

الفرع الثاني
تأثير الشائعات في بورصة الأوراق المالية

إن العلاقة بين كل من الإفصاح والشفافية من جهة والشائعات من جهة ثانية هي علاقة عكسية كما تقدم ، فكلما قوي جانب الإفصاح والشفافية في البورصة ضعف تأثير الشائعات فيها ، بينما يؤدي الضعف في الإفصاح والشفافية إلى ازدهار الشائعات وقوتها وتناميها ، بشكل يؤدي إلى التأثير في أداء البورصة بشكل ملحوظ .

ولقد تنبه المشرع الإماراتي إلى خطر الشائعات وتأثيرها المدمر في بورصة الأوراق المالية فقرر حظر نشر الشائعات عن بيع أو شراء الأسهم ، وقرر العقوبة المناسبة لكل من يقوم بهذا الفعل وذلك بالحبس مدة لا تقل عن ثلاثة أشهر ولا تتجاوز ثلاث سنوات وبالغرامة التي لا تقل عن مائة ألف درهم ولا تتجاوز مليون درهم أو بإحدى هاتين العقوبتين .[١]

كما حظر المشرع الإماراتي أيضاً على شركات الوساطة المالية نشر أو ترويج أية بيانات أو معلومات غير صحيحة عن أوضاع الجهات المدرجة أو عن الوسطاء الآخرين في البورصة [٢] ، وقرر عدداً من الجزاءات على الوسيط في حالة مخالفته أحكام التشريعات المنظمة للبورصة بشكل عام ولنشاطه بشكل خاص ، وتتراوح تلك الجزاءات بين الإنذار أو الغرامة المالية [٣] ، أو وقف الوسيط لمدة لا تتجاوز أسبوعاً أو أكثر [٤] ، وقد يصل الأمر إلى شطب الوسيط من سجل

---

(1) ورد الحظر في المادة ٣٩ / ٢ من القانون الاتحادي رقم ٤ لسنة ٢٠٠٠ بشأن هيئة وسوق الإمارات للأوراق المالية والسلع ، بينما فرضت المادة ٤١ من القانون نفسه العقوبة على من يقوم بهذا الفعل ، وانظر أيضاً المادة ٣٧ / ج من قرار هيئة الأوراق المالية والسلع رقم ٣ لسنة ٢٠٠٠ بشأن النظام الخاص بالإفصاح والشفافية .

(2) المادة ١٨/ ٧ من قرار هيئة الأوراق المالية والسلع في دولة الإمارات العربية المتحدة رقم ١ لسنة ٢٠٠٠ بشأن النظام الخاص بالوسطاء .

(3) ويكون ذلك من اختصاص المدير التنفيذي لهيئة الأوراق المالية والسلع أو مجلس إدارة السوق حسب الأحوال وفقاً لما قضت به المادة ٢٢ من قرار هيئة الأوراق المالية والسلع في دولة الإمارات العربية المتحدة رقم ١ لسنة ٢٠٠٠ بشأن النظام الخاص بالوسطاء المعدلة بموجب القرار رقم ٦٢/ ر لسنة ٢٠٠٥.

(4) المادة ٢٤ من قرار هيئة الأوراق المالية والسلع في دولة الإمارات العربية المتحدة رقم ١ لسنة ٢٠٠٠ بشأن النظام الخاص بالوسطاء التي تعطي صلاحية هذا الوقف لمجلس إدارة السوق ، بينما تعطي المادة ٢٥ صلاحية وقف الوسيط لمدة تتجاوز الأسبوع لمجلس إدارة هيئة الأوراق المالية والسلع .

الوسطاء المرخصين وإلغاء ترخيصه بناءً على قرار صادر من هيئة الأوراق المالية والسلع إذا أخل الوسيط إخلالاً جسيماً بأي من الواجبات أو الالتزامات المقررة بموجب التشريعات المنظمة لبورصة الأوراق المالية .[١]

ويلاحظ على نهج المشرع الإماراتي في معالجة هذه الظاهرة أنه حدد الحظر على نشر الشائعات والمعلومات الكاذبة على حالات وجهات معينة ، وكان الأولى به أن يشمل بالحظر كل ما له صلة ببورصة الأوراق المالية سواء أكانت تلك الشائعات تتعلق بعمليات بيع أو شراء للأوراق المالية أم ما يتعلق منها بالجهات المصدرة أو حالة السوق ، وفي العموم كل ما له تأثير في استقرار البورصة ، لذلك نعتقد أن هناك قصوراً في النصوص المذكورة ، نرى أن من الأولى أن تعدل وفقاً لما تم بيانه من ملاحظات بخصوص هذا الموضوع .

وتنتشر في البورصات الأجنبية - بما فيها البورصات الأمريكية - بعض الحيل المتعلقة بترويج الشائعات ، ومنها ما يعرف بحيلة "الدعاية والإغراق" التي يستعملها المحتالون للاستيلاء على أموال البسطاء من المتعاملين ، وذلك من خلال وسائل الاتصال المتعددة وخاصة الانترنت بإجراء الحوارات بين أولئك المحتالين والمتعاملين في البورصة ، ويقوم المحتالون عادة بالترويج لأسهم معينة بالشكل الذي يؤدي إلى زيادة أسعارها نتيجة الإقبال المتزايد والمضاربة عليها دون أي سبب حقيقي واضح وهو ما يعرف بالدعاية ، ثم تأتي مرحلة ثانية عند ارتفاع أسعار تلك الأسهم يقوم الأشخاص الذين يمتلكون نسبة كبيرة منها بطرحها في البورصة لبيعها والتخلص منها بأسعار مرتفعة محققين أرباح طائلة من تلك العمليات ، ويتضح الأمر فيما بعد وتعود الأسعار إلى وضعها الحقيقي ، ويبقى المتعاملون البسطاء محتفظين بهذه الأدوات التي لا تساوى القيمة التي اشتروا بها مما يسبب الخسارة لهم .[٢]

---

(1) المادة ٢٦/ ٢ من قرار هيئة الأوراق المالية والسلع في دولة الإمارات العربية المتحدة رقم ١ لسنة ٢٠٠٠ بشأن النظام الخاص بالوسطاء .

(2) مايكل سينسير ، مرجع سابق ، ص ٢٠٧- ٢٠٨ .

ومما لا شك فيه أن نشر وترويج الشائعات في بورصة الأوراق المالية لا بد وأن يكون متمخضاً عن مصلحة معينة للجهة التي قامت بالنشر والترويج لتلك الشائعات ، وعادة ما يكون وراء نشر الشائعات غايات أبعد وذلك لاستغلال المتعاملين البسطاء الذين ليس لديهم الخبرة الكافية ويتأثرون بمجرد سماع الأخبار في ظل غياب أو خلل معين في تطبيق مبدأ الإفصاح والشفافية في البورصة . ففي قضية وقعت في أغسطس عام ٢٠٠٠ حكم فيها على أحد المتعاملين في البورصة الأمريكية على الانترنت بعد أن استطاع جني أرباح وصلت إلى ٢٤١ ألف دولار أمريكي بعد أن كانت خسارته تصل إلى ٩٧ ألف دولار ، حيث استطاع أن يتجنب تلك الخسارة البسيطة ويجني تلك الأرباح من خلال إطلاقه أخباراً مضللة وكاذبة عن إحدى الشركات المدرجة في البورصة عن طريق إحدى المواقع الالكترونية والتي وصلت بدورها إلى وسائل الإعلام واستطاع من خلالها التأثير في الجمهور ، وفي اليوم التالي من نشره تلك الأخبار السيئة عن وضع الشركة فقد المتعاملون على أسهمها حوالي ١١٠ مليون دولار أمريكي ، ونتيجة لاكتشاف أمر ذلك المتلاعب وجهت إليه تهمة نشر الأخبار المضللة الكاذبة وحكم عليه بالسجن أربع سنوات وغرم مبلغاً قدره ١٠٢ ألف و ٦٤٢ دولار تعويضاً مسترداً للمتعاملين مقابل ما تعرضوا له من خسارة نتيجة تعاملهم على تلك الأوراق المالية .[1]

ويلاحظ على الحكم المذكور أنه لم يعتمد على معيار معين للحكم بالغرامة على المجرم وإنما كانت الغرامة لا تتعدى ١% من الخسارة التي لحقت بالمتعاملين ، كما لم تقابل الفائدة التي جناها من فعلته تلك .

(1) Russell O. Wright, "Chronology of the Stock Market", McFarland, North Carolina, U.S.A., 2002, Page 101.

الفرع الثالث
الجهات المعنية بالحفاظ على البورصة من الشائعات

من أبرز الواجبات العامة على الجميع أنهم ملزمون بعدم ترويج الشائعات العامة وتلك التي تتعلق ببورصة الأوراق المالية ، بل إن هذا الواجب يحتم كذلك على الجميع مواجهة الشائعات بكافة أشكالها ومحاربتها والضرب على يد من يروجها ، ولكن هناك أطرافاً محددة بالذات تعنى بتطبيق هذا الواجب أكثر من غيرها ، ومثال على تلك الجهات : المستثمرون ، وذلك لكونهم الفئة المستهدفة من وراء بث الشائعات التي تكون مرتعاً خصباً لمروجي الشائعات ، وبالإضافة إلى المستثمرين فإن شركات الخدمات المالية وبشكل خاص شركات الوساطة المالية تُعد من الجهات المعنية بمواجهة الشائعات كونها على صلة وثيقة بالمتعاملين ، وتُعد هيئات الأوراق المالية وإدارات بورصات الأوراق المالية من الجهات الفاعلة في مواجهة الشائعات ومحاربتها حفاظاً على استقرار البورصة وحمايةً للمتعاملين فيها .[1]

أما بالنسبة لشركات الوساطة المالية فهي ملزمة بالامتناع عن نشر أو ترويج أية بيانات أو معلومات غير صحيحة عن الجهات المدرجة أو عن الوسطاء الآخرين ، وباعتقاد الباحث أن المشرع هنا لم يكن موفقاً في اقتصاره في حظره على هاتين الحالتين فقط ، والأولى به أن يقرر الحظر العام على شركات الوساطة المالية وممثليهم بكل ما يتعلق بتعاملات البورصة وليس فقط بما يخص الشركات المدرجة والوسطاء الآخرين ، ذلك أن خطر الشائعات يمتد إلى جميع مفاصل البورصة ، بل قد يمتد خطره إلى خارجها .

أما الأطراف الأخرى الفاعلة في مواجهة الشائعات والتي تعنى بحماية بورصات الأوراق المالية من خطرها ، فهي الأجهزة المشرفة على البورصات ،

---

(1) المادة ١٨/ ٧ من قرار هيئة الأوراق المالية والسلع في دولة الإمارات العربية المتحدة رقم ١ لسنة ٢٠٠٠ بشأن النظام الخاص بالوسطاء .

والتي تمارس دوراً رقابياً على هذا النشاط الحيوي من الاقتصاد الوطني ، ومثال على تلك الجهات : وزارات الاقتصاد والهيئات العامة للأوراق المالية وإدارات بورصات الأوراق المالية والمصارف المركزية وهيئات الرقابة المالية وغير ذلك من الأطراف الأخرى التي تعنى باستقرار هذا النشاط الهام .

الفرع الرابع
المسؤولية المترتبة على نشر وترويج الشائعات في البورصة

نظراً للخطورة التي تمثلها الحالات المتضمنة نشر وترويج الشائعات فقد حظرت التشريعات المنظمة لبورصات الأوراق المالية تلك الحالات التي تعمل على التأثير في البورصة ، وفرضت العقوبات المناسبة على مرتكبي تلك الأفعال .

وعادة ما يهدف مروجو الشائعات في بورصات الأوراق المالية إلى غايات أكبر خطراً على البورصة وعلى المتعاملين فيها ، فقد تتضمن تعاملات داخلية ومضاربات غير مشروعة تهدف إلى التأثير في أسعار الأوراق المالية بغية جني أرباح غير مشروعة .

وقد عالج المشرع الإماراتي هذه الصورة من الممارسات غير المشروعة التي تعمل على التأثير في التعامل في بورصة الأوراق المالية وأسعار تلك الأدوات ، حيث حظر ابتداءً هذه الممارسة [1] ، ثم فرض الجزاء المناسب على مرتكبها بالحبس مدة لا تقل عن ثلاثة أشهر ولا تتجاوز ثلاث سنوات وبالغرامة التي لا تقل عن مائة ألف درهم ولا تتجاوز مليون درهم أو بإحدى هاتين العقوبتين .[2]

---

(1) انظر المادة ٣٩ من القانون الاتحادي رقم ٤ لسنة ٢٠٠٠ بشأن هيئة وسوق الإمارات للأوراق المالية والسلع .

(2) انظر المادة ٤١ من القانون الاتحادي رقم ٤ لسنة ٢٠٠٠ بشأن هيئة وسوق الإمارات للأوراق المالية والسلع ، والمادة ٣٧ / ج من قرار هيئة الأوراق المالية والسلع في دولة الإمارات العربية المتحدة رقم ٣ لسنة ٢٠٠٠ بشأن النظام الخاص بالإفصاح والشفافية .

كما اتخذت التشريعات المقارنة في الدول الأخرى النهج ذاته في حظر حالات نشر وترويج الشائعات في بورصة الأوراق المالية ، وفرضت الجزاءات المناسبة على مرتكبي تلك الأفعال ، ومن تلك التشريعات قانون الأوراق المالية الأردني رقم ٧٦ لسنة ٢٠٠٢ حيث قرر ابتداءً حظر بث الشائعات أو ترويجها والتي من شأنها التأثير في سعر أو حجم تداول أي ورقة مالية أو في سمعة أي جهة مصدرة .[١]

أما العقوبة المالية فقد قررها المشرع الأردني على مرتكبي هذا الفعل بالغرامة التي لا تزيد على مائة ألف دينار أردني بالإضافة إلى الغرامة التي لا تقل عن ضعف الربح المحقق أو ضعف الخسارة المتجنبة على أن تزيد عن خمسة أضعاف ذلك الربح أو الخسارة [٢] ، بالإضافة إلى الحبس مدة لا تزيد على ثلاث سنوات مع عدم الإخلال بأية عقوبة أشد مقررة بموجب تشريع آخر .[٣]

(1) المادة ١٠٩/ أ من قانون الأوراق المالية الأردني رقم ٧٦ لسنة ٢٠٠٢ .

(2) المادة ١١٠/ أ من قانون الأوراق المالية الأردني رقم ٧٦ لسنة ٢٠٠٢ .

(3) المادة ١١٠/ ب من قانون الأوراق المالية الأردني رقم ٧٦ لسنة ٢٠٠٢ .

المطلب الثاني
المضاربات غير المشروعة
أو التلاعب بأسعار الأوراق المالية في البورصة

تمهيـــد وتقسيـــم :

يؤدي الضعف في أداء بورصة الأوراق المالية وما يحدث فيها من إخلال في تطبيق التشريعات المنظمة لها وخاصة ما يتعلق منها بمبدأ الإفصاح والــشفافية إلى ظهور بعض الممارسات غير المشروعة ، ومن تلك الممارسات ما يحدث مــن مضاربات غير مشروعة على الأوراق المالية المدرجة في البورصة بشكل يــؤدي إلى ضعف كفاءتها وإحداث اضطراب في التداول والأسعار .

ومن المسائل مثار الاهتمام في موضوع المضاربات غير المشروعة بيـــان المفهوم العام للمضاربة ، ثم بيان مفهومها الخاص ، بالإضافة إلى تمييزهـــا عـــن المفاهيم الأخرى القريبة منها كالمقامرة والمضاربة غير المشروعة ، بالإضافة إلى بيان أثر المضاربات غير المشروعة في نطاق التعامـــل بـــالأوراق الماليـــة ، ثـــم المسؤولية المترتبة على هذا النوع من المضاربـــات .

لذلك سيتم تناول تلك الموضوعات من خلال الفرعين التاليين :

الفرع الأول : مفهوم المضاربة . " Speculation "

الفرع الثاني : صور المضاربات غير المشروعة والمسؤولية المترتبة عليهـــا .

الفرع الأول

مفهوم المضاربة (Speculation)

لبيان ماهية المضاربة كمفهوم عام ينبغي ابتداءً تعريف هذا المفهوم ، ثم مفهومه في نطاق بورصة الأوراق المالية ، ولبيان مفهوم المضاربة في نطاق بورصة الأوراق المالية يجب بيان أهمية المضاربة المشروعة في البورصة ، ثم تمييزها عن غيرها مما يشتبه بها من مفاهيم أخرى كالمقامرة والمضاربة غير المشروعة .

أولاً : تعريف المضاربة :

ورد في كتاب المعجم القانوني تعريف كلمة (Speculation) إذ قال : "يختلف مفهوم هذه الكلمة باختلاف النص أو السياق ، وهو مزيج من التوقع والتمني والحدس والانتهاز والاستغلال والمجازفة . والـ Speculation في حد ذاته متعدد الأنواع والأغراض ، فمنه المشروع ومنه غير المشروع ، وقد تكون أغراضه تجارية كما قد تكون مالية أو اقتصادية أو سياسية أو غير ذلك . ولعل أبرز معانيه ما يأتي : المتاجرة (بيعاً أو شراء) توخياً للكسب ، بسبيل ما يتوقع من تقلب الأسعار في المستقبل ، التعامل الجزافي الذي تحفه الشكوك ويتأرجح بين الخسارة الفادحة والربح العظيم ، الاعتماد على ما ينتظر من تقلب الأسعار ، ممارسة الأشغال المنطوية على الخطر والمغامرة في سبيل الكسب العظيم ، تربص بربح احتمالي مستقبل أو استغلال الظروف لكسب محتمل " .(1) .

ويختلف مفهوم المضاربة في بورصة الأوراق المالية عن مفهومها في عروض التجارة ، فالمضاربة في عروض التجارة تقوم أساساً على المواءمة بين رأس المال من جهة والجهد البشري من جهة ثانية ، وذلك بتسخير المال للقادرين

---

(1) حارث سليمان الفاروقي ، المعجم القانوني (إنجليزي – عربي) ، ط ٥ ، إعادة طبع ، مكتبة لبنان ، بيروت ، لبنان ، ٢٠٠٥ ، ص ٦٥٥ .

على العمل ليكون أداة فاعلة في توظيف العمالة وتوجيه الطاقات ومحاربة البطالة ، بالشكل الذي يحصل فيه صاحب المال والشخص المضارب على ناتج عملية المضاربة وفقاً لما اتفقا عليه ابتداءً .(١)

وقد حث الإسلام على المضاربة في عروض التجارة فقال تعالى "وآخرون يضربون في الأرض يبتغون فضلاً من الله " .(٢)

ومفهوم المضاربة في الفقه الإسلامي يتمحور في أنه عقد يتفق طرفاه على أن يقدم أحدهما "رب المال" رأس المال ، ويقدم الطرف الآخر "المضارب" العمل وذلك ابتغاءً للربح .(٣)

ويشترك كل من طرفي عقد المضاربة (رب المال والمضارب) في الربح حسب الاتفاق بينهما ، بينما يتحمل رب المال وحده الخسارة في رأس المال الذي قدمه (٤) ، ذلك أن المضارب قد بذل جهده وعمله دون مقابل فتكون خسارته في ذلك فقط ولا يضمن رأس المال إذا ضاع أو تلف دون تقصير منه .(٥)

وتقوم المضاربة بمفهومها العام على فكرة المزاوجة بين رأس المال من جهة والجهد البشري من جهة ثانية ، من خلال تسخير المال لكل من يكون قادراً على العمل بالشكل الذي يؤدي إلى توظيف الطاقات البشرية والقضاء على البطالة .(٦)

وتتنوع صور المضاربة وفقاً لمعايير معينة ، فتنقسم المضاربة إلى

---

(1) د.عبدالحميد الشواربي و محمد عبدالحميد الشواربي ، إدارة المخاطر الائتمانية من وجهتي النظر المصرفية والقانونية ، منشأة المعارف ، الإسكندرية ، مصر ، ٢٠٠٢ ، ص ٩٨٨ .

(2) الآية ٢٠ – سورة المزمل .

(3) د.وهبة الزحيلي ، العقود المسماة في قانون المعاملات المدنية الإماراتي والقانون المدني الأردني ، ط ١ ، دار الفكر ، دمشق ، سوريا ، ١٩٨٧ ، ص ١٨٨ ؛ أنظر في ذلك نص المادة ٦٩٣ من قانون المعاملات المدنية الاتحادي لدولة الإمارات العربية المتحدة رقم ٥ لسنة ١٩٨٥ .

(4) د.وهبة الزحيلي ، مرجع سابق ، ص ١٩٣- ١٩٤ ؛ انظر في ذلك المادة ٦٩٥/ ٢ من قانون المعاملات المدنية الاتحادي لدولة الإمارات العربية المتحد رقم ٥ لسنة ١٩٨٥ .

(5) المادة ٦٩٦ من قانون المعاملات المدنية الاتحادي لدولة الإمارات العربية المتحد رقم ٥ لسنة ١٩٨٥ .

(6) د.عبدالحميد محمد الشواربي ومحمد عبدالحميد الشواربي ، إدارة المخاطر الائتمانية من وجهتي النظر المصرفية والقانونية ، منشأة المعارف ، الإسكندرية ، مصر ، ٢٠٠٢ ، ص ٩٨٨ .

مضاربة ثنائية وأخرى جماعية تبعاً لعدد المشاركين فيها ، كما تنقسم المضاربة تبعاً لحرية المضارب إلى مضاربة مطلقة دون تقييد الشخص المضارب من قبل رب المال ، وأخرى مقيدة كاختيار النشاط الذي يمارسه المضارب .[١]

كما أن للمضاربة بمفهومها العام ضوابط وشروطاً يقوم عليها عقد المضاربة وهي :[٢]

١. تقوم المضاربة على النقود .
٢. تسليم رأس المال بالكامل إلى المضارب .
٣. تكون يد المضارب على رأس المال يد أمانة ، فإذا تحققت الخسارة فيتحملها فقط عند تقصيره .
٤. اقتسام الطرفين الربح المتحقق .
٥. استحقاق المضارب نصيبه من الربح دون الخسارة .
٦. للمضارب الحرية الكاملة في التصرف فيما يدخل في نطاق المضاربة .

ويقصد بالمضاربة – ونعني بها هنا المضاربة المشروعة – التنبؤ بالأسعار في المستقبل القريب ، وذلك للاستفادة من السعر الحالي ، وهي تقوم ابتداءً على الجهد الذهني ، ثم تكمله بالفعل القائم على التدخل بالشراء عند انخفاض الأسعار ثم البيع عند الارتفاع .[٣]

وقد عرف أحد الباحثين المضاربة في بورصة الأوراق المالية بأنها " التعاقد على عملية مستقبلية يتنبأ بأنها ستكون مربحة سواء من خلال ارتفاع أسعارها ، أو من خلال تجنب حدوث خسائر فيها .. حيث يرصد المضارب الفرص المتوقعة وينتهزها لتحقيق مكسب مناسب " .[٤]

---

(1) المرجع السابق ، ص ٩٨٨ .
(2) المرجع السابق ، ص ٩٨٨- ٩٨٩ .
(3) د.صالح البربري ، المضاربة والتلاعب بالأسعار في سوق الأوراق المالية ، مرجع سابق ، ص ١٩٢١ .
(4) د.محسن الخضيري ، مرجع سابق ، ص ٤٧ .

كما عرفها باحث آخر بأنها " عبارة عن عمل يقوم به أشخاص بناءً على تقديرات مسببة ، مجتهدين للاستفادة من الفروق الطبيعية في أسعار الأوراق المالية في الزمان أو في المكان ، والحصول على ربح من ورائها " .(١)

ويمارس المضاربون في بورصة الأوراق المالية صورتين من المضاربة ، أولاهما المضاربة في الزمان وتتم في البورصة نفسها ، حيث يستفاد من الزمن في تحقيق الربح ، وثانيهما المضاربة في المكان ، والتي يمارسها المضاربون بالاستفادة من فروق الأسعار لورقة مالية معينة بين بورصات متعددة بالاستفادة .(٢)

كما أن هناك أيضاً نوعين من المضاربة ، فهناك مضاربة على الصعود وتتحقق عندما يتوقع المضارب ارتفاع الأسعار لورقة مالية معينة في البورصة في المستقبل القريب ، فيبادر إلى شراء تلك الورقة المالية أملاً في الربح ، وهي الشائعة في التعامل ، بينما هناك المضاربة على الهبوط عندما يتوقع المضارب انخفاض سعر ورقة مالية معينة ، فيبادر إلى بيعها متفادياً الخسارة عند انخفاض الأسعار .(٣)

ولإلقاء نظرة سريعة على المضاربة والتطور التشريعي لإقرارها نلاحظ أن القضاء الفرنسي حتى عام ١٨٨٥ لم يكن يعترف بمشروعية المضاربة في البورصة ، وكان يُعدها من قبيل المقامرة " Jeu " عدا بعض الصفقات التي يُعدها جدية ، وبالرغم من هذا الحظر إلا أن المضاربات كانت منتشرة في البورصات الفرنسية وبشكل كبير ، مما دعا المشرع الفرنسي إلى التدخل بالاعتراف بصحة العقود الآجلة في عمليات البورصة ، وذلك في القانون الصادر في ٢٨ مارس ١٨٨٥ ، الأمر الذي أقرت على أساسه محكمة استئناف باريس

---

(1) د.سيد طه بدوي محمد ، عمليات بورصة الأوراق المالية الفورية والآجلة من الوجهة القانونية ، مرجع سابق ، ص ٢٨- ٢٩.

(2) المرجع السابق ، ص ٢٩ .

(3) د.عبدالباسط وفا محمد حسن ، بورصة الأوراق المالية ودورها في تحقيق أهداف تحول مشروعات قطاع الأعمال العام إلى الملكية الخاصة ، دار النهضة العربية ، القاهرة ، مصر ، ١٩٩٦ ، ص ٨٤ .

شرعية الأسواق الآجلة وإلغاء المادة ١٩٦٥ من التقنين المدني التي كانت تفرق بين الأسواق الآجلة الجادة والأخرى الوهمية ، وكان إقرار القضاء بهذا التطور الحديث ابتداءً من عام ١٨٩٥ ، ثم تطور الأمر إلى اعتراف محكمة النقض الفرنسية بذلك في حكم لها صادر في عام ١٨٩٨ .(١)

ثانياً : أهمية المضاربة المشروعة في بورصة الأوراق المالية :

تمتاز المضاربة المشروعة في بورصة الأوراق المالية في أنها عملية دقيقة ومدروسة غير عشوائية تستند إلى ما يتم الإفصاح عنه من معلومات وبيانات حديثة وشفافة ، بحيث تحيط بجميع الخطط الاستثمارية للجهة المصدرة واتجاهاتها وخططها الاستثمارية المستقبلية ، وتحليل الميزانية العامة لها وموقفها التسويقي واتجاهاتها الربحية ومعدلاتها المستقبلية ، وذلك من خلال الدراسة المستفيضة للجهة المصدرة والوقوف على عدة عناصر تتعلق بأرصدتها النقدية ، ورصيدها من المديونية على الغير ، وحجم المخزون لديها ، وأصولها الثابتة والمعنوية ، وحقوق الدائنين .(٢)

لذلك فإن للمضاربة المشروعة في بورصة الأوراق المالية أهمية كبيرة ودوراً متميزاً في تحقيق العديد من الأهداف المتمثلة فيما يأتي :(٣)

أ- تعمل المضاربة المشروعة على تحقيق التوازن في أسعار الأوراق المالية في البورصة .

ب- تُعد المضاربة المشروعة من الوسائل الفاعلة في توجيه المنتجين والمستثمرين إلى مواطن الاستثمار المفيدة .

ت- تساعد المضاربة المشروعة في توفير عدد كبير من المتعاملين في البورصة .

---

(1) د.سيد طه بدوي محمد ، عمليات بورصة الأوراق المالية الفورية والآجلة من الوجهة القانونية ، مرجع سابق ، ص ٣٤-٣٥ .

(2) د.محسن الخضيري ، مرجع سابق ، ص ٥٠- ٥٢ .

(3) المرجع السابق ، ص ٤٧ .

إلا أن الإفراط في المضاربة له مساوؤه ، فإذا ما تَحولت بورصة الأوراق المالية بأجمعها إلى سوق مضاربة ، وأصبح الاستثمار هو الاستثناء ، ففي هذه الحالة سوف يعاني الاقتصاد بكافة قطاعاته من أزمات صعبة تعيق البورصة في تأدية وظائفها الاقتصادية المرسومة لها .(١)

ثالثاً : التمييز بين المضاربة المشروعة وما يشتبه بها من مفاهيم أخرى :

سوف يتم التمييز بين المضاربة ، ويقصد بها المضاربة المشروعة ، من جهة ومفاهيم أخرى قريبة إلى مفهوم المضاربة وهي المقامرة ، والمضاربة غير المشروعة ، وذلك من خلال الفقرتين التاليتين .

١- التمييز بين المضاربة المشروعة والمقامرة :

من خلال الإشارة إلى التعريفات التي قيلت في المضاربة - ونعني بها المضاربة المشروعة - يبدو لنا أنها كانت تركز على مكنة المضارب في التنبؤ بالأسعار في المستقبل القريب ، وذلك للاستفادة من السعر الحالي تحقيقاً للأرباح بناءً على فروق السعر بين الحاضر وما ستؤول إليه الأسعار في المستقبل .

ومن هنا تختلف المضاربة (Speculation) عن المقامرة (Gambling) ، حيث تعني هذه الأخيرة حسب ما وردت في موسوعة عالم التجارة "الشراء بناءً على تخمين ما سيكون عليه السوق بالنسبة لسلعة ما دون أية دراسة بقصد الاستفادة من تغير الأسعار . والقمار هو كل لعب فيه مراهنة " .(٢)

وكما سبقت الإشارة فإن الذي يعنينا في التمييز بين مفهوم المضاربة من جهة والمقامرة من جهة ثانية هي المضاربة المشروعة ، لأن النتائج المتمخضة عن كل من المضاربة غير المشروعة والمقامرة تكاد تكون متقاربة ، فلا مجال للمقارنة بينهما ،

---

(1) د.محمد صالح جابر ، مرجع سابق ، ص ٣١- ٣٢ .

(2) عبدالمجيد المهيلمي ، التحليل الفني للأسواق المالية ، ط ٢ ، البلاغ للطباعة والنشر والتوزيع ، القاهرة ، مصر ، ٢٠٠٥ ، ص ٢٨ .

فكلاهما يؤثران سلباً في استقرار البورصة ، كما أنهما ممارستان محظورتان ابتـداءً ، والوجه الوحيد للمقارنة بينهما هو أن القرارات التي يتخذها المقامر تكون بـلا دراسـة ولا تخطيط ولا يتوفر لديه سوء النية أو قصد الإضرار بالبورصة لمصلحته الشخصية ، بينما يقوم الشخص الذي يضارب بأساليب غير مشروعة بدراسة البورصة والتخطـيط بسوء نية قاصداً الإضرار بالسوق لمصلحته الخاصة .

إذن فالفارق بين المضاربة والمقامرة يتركز في مسألة محددة تجر وراءها نتائج تزيد الفرق بين المفهومين . فصحيح أن كلا من المضاربة والمقامرة تقومـان على فكرة التوقع والتخمين لما ستؤول إليه الظروف والأوضاع سواء فـي محـيط البورصة وأطرافها الرئيسيين أو نتيجة للظروف الخارجية عنها سـلباً أم إيجابـاً ، ولكن الفرق يبدو في مسألة في غاية الأهمية وهي أن التوقع والتخمين يكون مبنيـاً في المضاربة على أساس الدراسة والتمحيص والتدقيق والتحليل ، بينمـا لا يقـوم على شيء في المقامرة ، وبالتالي فإن نسب النجاح ترتفع فـي المـضاربة علـى حساب نسب الفشل ، بينما ترتفع الأخيرة على حساب الأولى في المقامرة .

ومن هنا تختلف المضاربة حسب مفهومها في بورصة الأوراق المالية عن مفهوم المقامرة ، في أن المقامر يعمل بشكل عشوائي دون تحديد خطة لتعاملاتـه ، بل وفقاً لاتجاه أسعار الأوراق المالية وبصورة آنية ، مع استعداده لتحمل مخـاطر كبيرة .(١)

٢- التمييز بين المضاربة المشروعة والمضاربة غير المشروعة :

سبقت الإشارة إلى أن المضاربة غير المشروعة يتخـذ فيهـا مرتكبوهـا أساليب غير مشروعة ، ويخططون قاصدين الإضرار بالبورصة لحساب مصالحهم الخاصة ضاربين عرض الحائط بما قد يصيب البورصة من أضرار وما يحـصل لها من ارتباكات قد تصل إلى انهيارات في أسعار الأوراق المالية المدرجة .

---

(1) المرجع السابق ، ص ٥٣ .

وبهذا تختلف المضاربة المشروعة عن المضاربة غير المشروعة ، فالملاحظ أن إعمال العقل هو القاسم المشترك بينهما ، إلا أن هذا القاسم يوظف للخير ولانتعاش البورصة في المضاربة المشروعة بينما يوظف للشر والإضرار بها في المضاربة غير المشروعة .

فإذا ما تحول المضارب من التنبؤ بالأسعار إلى تحديد الأسعار فيتدخل بفعله من خلال أساليب غير مشروعة في رفع أو خفض الأسعار دون سبب حقيقي ، مستمراً في تدخله إلى النقطة التي يعتقد عندها أنه استفاد فيبادر إلى تصفية عملياته خارجاً من البورصة بعد تحقيق أرباح طائلة ، فمثل هذا المضارب هو من يسيء إلى استقرار البورصة بشكل يؤدي إلى زعزعة ثقة المتعاملين فيها .(١)

الفرع الثاني

صور المضاربات غير المشروعة والمسؤولية المترتبة عليها

تهدف المضاربات غير المشروعة إلى التأثير في الأداء الطبيعي لبورصة الأوراق المالية من خلال عدد من الحيل والأساليب المحظورة التي تستحوذ على عقول البسطاء من المتعاملين في ظل غياب أو خلل في تطبيق مبدأ الإفصاح والشفافية.

وفي مقابل تلك الممارسات غير المشروعة والاستغلال غير المشروع للثقة التي يجب أن تتصف بها التعاملات في بورصة الأوراق المالية ، فرضت التشريعات المنظمة للبورصة الجزاءات المناسبة على هذه الصورة من الممارسات غير المشروعة .

لذلك فقد تم تناول موضوعيّ هذا الفرع من خلال الفقرتين التاليتين :

(1) د.صالح أحمد البربري ، المضاربة والتلاعب بالأسعار في سوق الأوراق المالية ، مرجع سابق ، ص ١٩٣٠ .

أولاً : صور المضاربات غير المشروعة في البورصة :

من صور المضاربات غير المشروعة والتي تعمل على تقويض الأهداف المرسومة لبورصة الأوراق المالية ما يلي :

١. بيع كميات كبيرة من أوراق مالية معينة مما يتسبب في خفض أسعارها بشكل ملحوظ ، يتبعه عمليات شراء كميات كبيرة من نفس الأوراق بأسعار منخفضة جداً ، مما ينتج عنه أرباح طائلة لأولئك الذين اشتركوا في هذه العملية .[1]

٢. وقد يتفق مجموعة من الأشخاص على القيام بعدد من العمليات على سهم شركة معينة بالبيع أو الشراء الصوري فيما بينهم حتى يتوهم المتعاملون البسطاء أهمية هذا السهم فيزيد الطلب عليه مما يؤدي إلى زيادة سعره السوقي بشكل غير طبيعي ، وعند ذاك يقوم أولئك المتلاعبون ببيع الكميات التي لديهم عند وصول سعر السهم المذكور إلى حد معين من الارتفاع ، وخروجهم من السوق بعد أن يكونوا قد جنوا أرباحاً طائلة على حساب البسطاء من المتعاملين في الأوراق المالية .[2]

والعمليات التي يقوم بها أولئك المتلاعبون (في البيع والشراء الصوري) هي في الحقيقة عمليات وهمية لا تؤدي إلى انتقال فعلي لملكية الأوراق المالية التي جرى عليها التعامل الصوري ، وعلى هذا الأساس فإن المتلاعبين لا يقومون بأنفسهم برفع أو خفض سعر الورقة المالية ، وإنما تعمل عوامل العرض والطلب تلك المهمة ، وما عليهم إلا أن يقوموا ببعض العمليات الوهمية أو نشر الإشاعات الكاذبة فتؤثر في قناعات المتعاملين البسطاء مما يزيد في العرض والطلب على الورقة المالية المعنية ، وبالتالي رفع أو خفض سعرها السوقي .[٣]

---

(1) المرجع السابق ، ص ١٩٣٠-١٩٣٣.

(2) يقصد بالبيع الصوري أو المظهري : "خلق تعامل مظهري نشط على سهم ما ، في الوقت الذي قد لا يوجد فيه تعامل فعلي يذكر على ذلك السهم" أنظر في تفصيل ذلك : د.منير إبراهيم هندي ، الأوراق المالية وأسواق رأس المال ، مرجع سابق ، ص ١٧٥ وما بعدها .

(3) د.محمد صالح جابر ، مرجع سابق ، ص ١٠٣ .

٣. ومن صور المضاربات غير المشروعة الشراء بغرض الاحتكار ، والتي تتمثل في قيام المضارب بشراء كل الكميات المعروضة من ورقة مالية معينة قاصداً تحقيق نوع من الاحتكار على هذه الورقة بالشكل الذي يمكنه فيما بعد من السيطرة على سعرها ورفع قيمتها السوقية لقلة المعروض منها وبيعها بالسعر الذي يراه محققاً أرباح مضمونة .[١]

٤. كما قد يقوم بعض الأشخاص المطلعين على المعلومات الداخلية للشركات بعمليات بيع أو شراء لكميات من الأوراق المالية الخاصة بالشركات التي يعملون لديها بشكل يعطي الانطباع لدى باقي المتعاملين على أن أحداثاً هامة ذات صلة بتلك الجهة قد حدثت أو ستحدث ، مما يوجههم إلى بيع أو شراء تلك الأوراق بسعر معين فيقوم المطلع عند ذاك بشراء أو بيع لكميات أكبر من تلك التي أجراها في العملية الأولى ، فيكون قد ارتكب عند ذاك جريمتين ، تتمثل جريمته الأولى في استغلاله مركزه بصفته مطلعاً على معلومات داخلية ، أما الجريمة الثانية فهي أنه قام بمضاربته بشكل غير مشروع ، حيث عمل على رفع سعر الورقة المالية أو خفضها بما يعود عليه بالفائدة .

وعادة ما يصاحب هذه الصورة من الممارسات غير المشروعة قيام مرتكبيها ببث الشائعات عن أوضاع معينة للورقة المالية ، مما يؤثر في قرارات المستثمرين في شراء أو بيع الأوراق المالية المستهدفة من قبل المتلاعبين في أسعار الأوراق المالية .[٢]

ثانياً : المسؤولية المترتبة على المضاربات غير المشروعة في البورصة :

نظراً للخطورة الكبيرة التي تمثلها المضاربات غير المشروعة على استقرار بورصات الأوراق المالية ، ونظراً لارتباط هذه الصورة من الممارسات

---

(1) د.منير إبراهيم هندي ، الأوراق المالية وأسواق رأس المال ، مرجع سابق ، ص ١٧٧.
(2) محمد فاروق عبدالرسول ، مرجع سابق ، ص ١٢٩ .

غير المشروعة بصور أخرى كنشر وترويج الشائعات والتعاملات الداخلية ، فقد تصدت التشريعات المنظمة لهذه البورصات لمواجهة المضاربات غير المشروعة ، بفرض الجزاءات المناسبة على هذه الممارسة من جهة ، ومنح الأجهزة المشرفة والرقابية على أنشطة البورصة دوراً أكبر في رصد تلك المضاربات ومعاقبة المتورطين فيها من جهة أخرى .

وقد نص المشرع الإماراتي صراحة على حظر التعاملات التي تنطوي على مضاربات غير مشروعة سواءً أتم التعامل أو التصرف من قبل شخص بمفرده أم بالتواطؤ مع الغير ، وذلك لإيهام جمهور المتعاملين بوجود سوق نشط للورقة المالية المستهدفة ، وذلك بناءً على تنفيذ عمليات تداول على تلك الورقة أو عن طريق إدخال و/أو تعديل و/أو إلغاء أمر أو أوامر شراء عليها .[١]

ومن جهة أخرى يحق لكل من مجلس إدارة هيئة الأوراق المالية والسلع ولمجالس إدارات أسواق الأوراق المالية المرخصة في الدولة وفي سبيل القيام بواجباتها التي من ضمنها حفظ البورصة وأسعار الأوراق المالية المدرجة فيها وحقوق المتعاملين فيها إجراء أي تحقيقات تراها ضرورية لتطبيق أحكام التشريعات المنظمة لتلك البورصات .[٢]

وحيث تشكل هذه الصورة من صور الممارسات غير المشروعة إخلالاً واضحاً بأنظمة البورصة وكافة التشريعات المنظمة لها ، فإنه تشملها العقوبة التي قررها المشرع لكل من يخالف أي حكم من أحكام التشريعات المنظمة لبورصة الأوراق المالية بأن قرر عقوبة الحبس وبالغرامة أو بإحدى هاتين العقوبتين [٣] ،

---

(1) المادة ١٦ من قرار هيئة الأوراق المالية والسلع في دولة الإمارات العربية المتحدة رقم ٢ لسنة ٢٠٠١ بشأن النظام الخاص بالتداول والمقاصة والتسويات ونقل الملكية وحفظ الأوراق المالية المعدلة بموجب قرار رئيس مجلس إدارة الهيئة رقم ٦٩/ ر لسنة ٢٠٠٧ .

(2) انظر المادة ٣٣/ ٢ من القانون الاتحادي رقم ٤ لسنة ٢٠٠٠ بشأن هيئة وسوق الإمارات للأوراق المالية والسلع ، والمادة ١٦ من قرار هيئة الأوراق المالية والسلع في دولة الإمارات العربية المتحدة رقم ٣ لسنة ٢٠٠٠ بشأن النظام الخاص بالإفصاح والشفافية .

(3) المادة ٤٣ من القانون الاتحادي رقم ٤ لسنة ٢٠٠٠ بشأن هيئة وسوق الإمارات للأوراق المالية والسلع .

وذلك فيما إذا لم تتضمن هذه الصورة من الإخلال ممارسة أخرى غير مشروعة تخضع لها عقوبة أخرى نصت عليها تلك التشريعات .[١]

كما نصت القوانين المقارنة على حظر المضاربات غير المشروعة أو ما يعرف بالتلاعب بأسعار الأوراق المالية ، ومنها على سبيل المثال قانون سوق رأس المال المصري الذي فرض المشرع المصري بموجبه عقوبة الحبس مدة لا تزيد على خمس سنوات والغرامة التي لا تقل عن خمسين ألف جنيه ولا تزيد على مائة ألف جنيه أو بإحدى هاتين العقوبتين ، على كل من عمل على قيد سعر غير حقيقي أو عملية صورية ، أو حاول بطريق التدليس التأثير على أسعار البورصة .[٢]

أما المشرع الأردني فبعد أن عدّ أي خداع أو تضليل يتعلق بالأوراق المالية ، أو أي ممارسة محظورة فيما يتعلق بالأعمال المرخصة في البورصة[٣] ، جنباً إلى جنب في حظر ممارسات غير مشروعة أخرى ، قرر العقوبة على كل من يخالف أياً من الأحكام التي قررتها التشريعات المنظمة لبورصة الأوراق المالية بما فيها القانون رقم ٧٦ لسنة ٢٠٠٢ بغرامة لا تزيد على مائة ألف دينار أردني بالإضافة إلى الغرامة التي لا تقل عن ضعف الربح المحقق أو ضعف الخسارة المتجنبة بما لا يزيد على خمسة أضعاف ذلك الربح أو الخسارة[٤] ، ومع عدم الإخلال بأية عقوبة أشد في أي تشريع آخر ، فرض المشرع أيضاً على مرتكب هذه الفعل الحبس مدة لا تزيد على ثلاث سنوات .[٥]

---

(1) المادة ٤١ من القانون الاتحادي رقم ٤ لسنة ٢٠٠٠ بشأن هيئة وسوق الإمارات للأوراق المالية والسلع ، والمادة ٣٧ من قرار هيئة الأوراق المالية والسلع في دولة الإمارات العربية المتحدة رقم ٣ لسنة ٢٠٠٠ بشأن النظام الخاص بالإفصاح والشفافية .

(2) المادة ٦٣ من قانون سوق رأس المال المصري رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ .

(3) المادة ١٠٧ والمادة ١٠٩/ ب من قانون الأوراق المالية الأردني رقم ٧٦ لسنة ٢٠٠٢.

(4) المادة ١١٠/ أ من قانون الأوراق المالية الأردني رقم ٧٦ لسنة ٢٠٠٢ .

(5) المادة ١١٠/ ب من قانون الأوراق المالية الأردني رقم ٧٦ لسنة ٢٠٠٢ .

الخــاتـــمــــة

خلصت الدراسة إلى أن موضوع الإفصاح والشفافية في المعلومات المتاحة ببورصة الأوراق المالية يحظى بالاهتمام بشكل ملحوظ في السنوات الأخيرة ، نظراً لما تشكله تلك المعلومات من دور كبير في كفاءة هذا النوع من الأسواق .

وكلما كان مستوى الإفصاح وشفافية المعلومات المتاحة في بورصة الأوراق المالية وسهولة وصولها إلى المستثمر عالياً ، كانت قرارات المستثمرين صائبة ، وهو ما من شأنه رفع كفاءة البورصة ، ذلك أن مبدأ الإفصاح والشفافية يُعدّ حجر الزاوية في تحقيق سلامة وعدالة التعامل بالأوراق المالية المدرجة في البورصة ، كما أنه يُعدّ معياراً تقاس على أساسه كفاءة أية بورصة ، بالإضافة إلى أنه يعمل على قطع الطريق أمام ما يستهدف البورصة من مظاهر وممارسات غير مشروعة ، غرضها النيل من البورصة ومن المتعاملين فيها وجني أرباح غير مشروعة على حساب الآخرين .

وإذا كانت هذه الدراسة قد عرضت لهذا الموضوع في مبحث تمهيدي وفصلين ، فقد خلصنا في نهايتها إلى عدد من النتائج والتوصيات ، هي كالآتي :

أولاً : النتائج :

١. النتيجة الإستراتيجية الأولى التي توصلنا بعد الانتهاء من هذهِ الدراسة هي أن الإفصاح والشفافية واجب قانوني مقرر على جميع من له صلة ببورصة الأوراق المالية ، ابتداءً من الجهات المصدرة للأوراق المالية إلى أصغر متعامل فيها ، هذا الواجب يشمل جهات كثيرة ملزمة بالإفصاح والشفافية في مقابل جهات أخرى مستفيدة منها ، وأخرى تراقب عن كثب ما يحدث فيها من معاملات وتصرفات المتعاملين .

٢. وفي مقابل الالتزام بواجب الإفصاح والشفافية يجب أن يصل المشرع إلى درجة كبيرة من التطور في سن القوانين ، فبقدر ما يستحدث المتربصون بالبورصة من الوسائل غير المشروعة في الإخلال بالتشريعات المنظمة للبورصة سوف تكون الحاجة أكبر إلى سن التشريعات للحد من التجاوزات التي تحدث فيها ، ولبناء بورصات قوية ذات كفاءة عالية تكون قادرة على مواجهة المصاعب والأزمات ، بالشكل الذي يجب فيه لتحقيق تلك الغايات مقارنة تشريعاتنا بما وصلت إليه تشريعات الدول الأخرى والاستفادة من تجارب الآخرين في هذا المجال .

ثانياً : التوصيات :

في ضوء النتائج السابقة نقترح التوصيات التالية علهَا تكون نبراساً للجهات التشريعية والرقابية ذات الصلة ببورصة الأوراق المالية من أجل الرقي بالتنظيم التشريعي والإداري لهذا النشاط المتميز ، تلك التوصيات سوف نوردها في النقاط التالية :

١. نوصي بتعميم قواعد الإفصاح والشفافية لتشمل بالإضافة إلى الجهات المدرجة في بورصة الأوراق المالية ، الشركات التي لم تزل خارج نطاق البورصة ولم تدرج أوراقها المالية فيها ، وذلك :

أ- لأن العلة من التزام الشركات المدرجة بقواعد الإفصاح والشفافية متوافرة أيضاً لدى الشركات التي هي خارج نطاق بورصة الأوراق المالية .

ب. ولأن تعميم قواعد الإفصاح والشفافية على الشركات غير المدرجة في البورصة يُعدّ تمهيداً لها واعتياداً منها للالتزام بتلك القواعد تمهيداً لإدراج أوراقها المالية في البورصة .

ج. كما يُعدّ ذلك اختباراً للشركات في مدى التزامها بالقواعد المطبقة في البورصة .

٢. نوصي بأن لا يكتفي المشرع فقط ببيان المعلومات والبيانات التي يتوجب الإفصاح عنها ، بل لا بد من اهتمام المشرع بوضع تعريفات لكل من المصطلحات التالية وهي : الإفصاح ، الشفافية ، المصلحة ، المعلومة الداخلية ، المعلومة الجوهرية ، وغير ذلك من المصطلحات الشائعة في بورصة الأوراق المالية .

٣. ضرورة توحيد جميع القرارات المتعلقة بسوق الإمارات للأوراق المالية سواء منها الصادرة عن وزير الاقتصاد أم تلك الصادرة عن هيئة الأوراق المالية والسلع في تشريع موحد يصدر عن وزير الاقتصاد بمسمى (اللائحة التنفيذية) ، وذلك لغرض توحيد المرجعية التشريعية وعدم تشتت الأحكام .

٤. نوصي بإصدار تشريع موحد في دولة الإمارات العربية المتحدة يعنى بالقواعد الخاصة بحظر التعاملات الداخلية في الأوراق المالية ، وتشريع موحد آخر للإفصاح عن المصالح وملكية الأوراق المالية ، وذلك تفادياً لهذا التشتت في الأحكام بين القوانين والأنظمة المتعددة .

٥. ضرورة الإكثار من إصدار السندات الحكومية في دولة الإمارات العربية المتحدة لغرض تنويع الخيارات المتاحة أمام المستثمرين بالشكل الذي يؤدي إلى زيادة انتعاش الاقتصاد الوطني وانتعاش بورصات الأوراق المالية المرخصة في الدولة .

٦. ضرورة تعديل نص البند الثاني من المادة ١٣٥ من قانون الشركات لدولة الإمارات العربية المتحدة رقم ٨ لسنة ١٩٨٤ بحيث يكون فيه رئيس مجلس إدارة شركة المساهمة ملزماً بإبلاغ صورة من القرارات التي تصدر عن الجمعية العمومية إلى هيئة الأوراق المالية والسلع بدلاً من وزارة الاقتصاد وذلك خلال خمسة عشر يوماً من تاريخ صدور تلك القرارات ، وهو الحاصل فعلاً على أرض الواقع ، نظراً لحصول التعديل الذي قضى باعتبار هيئة الأوراق المالية والسلع جهة تلقي طلبات تأسيس شركات المساهمة العامة

واستكمال كافة الإجراءات الخاصة بذلك والإشراف عليها بدلاً من وزارة الاقتصاد ، وفقاً للقرار الصادر عن مجلس الوزراء للخدمات رقم ٣/٣ لسنة ٢٠٠٧ .

٧. ضرورة أن يتضمن التقرير المالي المعد من قبل مراجع الحسابات فقرة يفصح فيها عن أي خلل يؤثر في المركز المالي للمنشأة يكتشفه من خلال فحصه وتدقيقه لمستندات وسجلات المنشأة ، وفي المقابل تفعيل النصوص القانونية التي تقرر المسئولية بأنواعها الثلاث الجنائية والمدنية والتأديبية بحق كل مراجع حسابات يخل بالواجبات المهنية في هذا الشأن .

٨. ضرورة مراعاة المشرع لما ورد من أحكام في القوانين المقارنة بشأن الواجبات التي يجب على مجلس إدارة الجهة المصدرة بمن فيهم رئيسه وأعضاؤه التقيد بها وتنفيذها على أكمل وجه ، وذلك بإجراء التعديل على نصوص القانون الاتحادي رقم ٨ لسنة ١٩٨٤ بشأن الشركات التجارية .

٩. إعطاء دور أوسع لرقابة الأجهزة غير الرسمية على تعاملات وأنشطة بورصة الأوراق المالية ، مثل أجهزة الإعلام المتنوعة والجمعيات الاقتصادية .

١٠. العمل على مراقبة عمليات تداول الأوراق المالية في البورصة بشكل متواصل وإقرار الآليات المناسبة لتفعيلها ، وإنشاء إدارة متخصصة تعنى بهذه المهمة ، وذلك لرصد الأوضاع غير الطبيعية والعمليات المشبوهة ورصد حالات التعامل الداخلي ، وجرائم غسل الأموال ، لغرض اتخاذ الإجراءات الفورية في الوقت المناسب تفادياً للإضرار بالبورصة والمتعاملين فيها ، ومن تلك الإجراءات الإفصاح السريع للجمهور عن حالات التلاعب بالأسعار والعمليات الوهمية ، وذلك إجراء لحماية المتعاملين البسطاء من التغرير بهم .

١١. وضع الشروط المشددة على تصريح عمل شركات الوساطة المالية ومراقبتها ومراقبة ممثلي تلك الشركات ، ذلك أن أي تلاعب أو عقد صفقات

لأموال غير مشروعة لا يتم دون وجود تواطؤ ومشاركة من قبل تلك الشركات ومساعدة من أولئك الوسطاء أو ممثليهم .

١٢. ضرورة تعديل نص المادة ٤٣ من القانون الاتحادي رقم ٤ لسنة ٢٠٠٠ بشأن هيئة وسوق الإمارات للأوراق المالية والسلع بحيث يعرض لكافة الحالات المخالفة لأنظمة ولوائح البورصة ، وتقرير عقوبة مناسبة لكل منها ، بدلاً من الاكتفاء بالنص العام الحالي .

١٣. ضرورة التعامل مع جميع صور الإخلال في بورصة الأوراق المالية التي ترتكب من قبل أطراف متعددة ، بالشكل الذي يؤدي إلى تطبيق كافة التشريعات ، سواء تلك المتعلقة بأنشطة البورصة بشكل مباشر أم الأخرى ذات الصلة من قريب أو بعيد بتلك الأنشطة ، والعمل على التفسير الواسع لتلك التشريعات .

١٤. ضرورة نص المشرع الإماراتي بشكل خاص على معاقبة الجهات المدرجة في البورصة عن إخلالها بواجبها في الإفصاح الفوري عن المعلومات المؤثرة ، وذلك بدلاً من النص العام الوارد في المادة ٤٣ من القانون الاتحادي رقم ٤ لسنة ٢٠٠٠ بشأن هيئة وسوق الإمارات للأوراق المالية والسلع .

١٥. نوصي بتعديل المادة ٢/٣٢٢ من قانون الشركات التجارية الاتحادي رقم ٨ لسنة ١٩٨٤ بشأن معاقبة المؤسس أو المدير الذي يوجه الدعوة للاكتتاب في أسهم شركة ذات مسئولية محدودة ، ليصبح فيه النص بعد التعديل كما يأتي : ((كل مؤسس أو مدير وجه الدعوة إلى الجمهور للاكتتاب في أسهم أو سندات أو غير ذلك من الأوراق المالية لحساب شركة غير شركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم ، وكل من عرض هذه الأوراق للاكتتاب لحساب الشركة)) .

١٦. نرى بأن يُنص صراحة في القانون الإماراتي على شمول الشخص الاعتباري بالحظر المقرر على التعامل الداخلي ، بالإضافة إلى ضرورة عدم تعداد الأشخاص الطبيعيين الذي ينطبق عليهم حظر التعامل الداخلي ، بل الأولى أن يرد النص عاماً على كل من تتحقق فيه العلة في الحظر المذكور .

١٧. نقترح إفراد مادة خاصة في القانون الاتحادي رقم ٤ لسنة ٢٠٠٠ بشأن سوق الإمارات للأوراق المالية والسلع والأنظمة الصادرة بمقتضاه تقضي بمعاقبة المستفيد من المعلومة الداخلية في التعامل بالأوراق المالية بدلاً من المواد العقابية في التشريعات المذكورة وخاصة القرار رقم ٣ لسنة ٢٠٠٠ بشأن النظام الخاص بالإفصاح والشفافية برفع الحد الأقصى للعقوبة المالية ، ليكون النص المقترح على النحو الآتي :

((يعاقب بالحبس مدة لا تقل عن ثلاثة أشهر ولا تجاوز ثلاث سنوات وبالغرامة التي لا تقل عن مائة ألف درهم ولا تزيد على مقدار الفائدة التي يحصل عليها المستفيد من استغلاله المعلومة الداخلية أو بإحدى هاتين العقوبتين)) .

والهدف من هذا التعديل هو أن النصوص الحالية في القانون الاتحادي رقم ٤ لسنة ٢٠٠٠ والأنظمة الصادرة بمقتضاه قد جعلت الحد الأعلى لعقوبة الغرامة مليون درهم ، بينما قد يستفيد المتعامل من معلومة داخلية (وقد يتجنب بمقتضاها خسائر) تزيد على المليون درهم ، ومن ثم يصبح من العدل استرداد ما حصل عليه المتعامل بغير وجه حق في صورة غرامة ، بما لا يخل بحقوق الغير بمطالبة هذا المتعامل بالتعويض عن الأضرار التي لحقت بهم جراء استغلاله المعلومة الداخلية .

١٨. ضرورة تعديل النصوص الخاصة بحظر نشر الشائعات والعقاب عليها بحيث لا يقتصر المنع فقط على بيع أو شراء الأوراق المالية ، بل وليشمل كل ما له صلة بالبورصة وبالأوراق المالية ، وبكل ما له تأثير في استقرار وكفاءة البورصة .

١٩. ضرورة أن يقوم المشرع الإماراتي بسد النقص الموجود حالياً في التشريعات المنظمة لسوق الإمارات للأوراق المالية فيما يتعلق بقيام الشخص المطلع على المعلومات الداخلية من غير المستفيدين بإفشاء تلك المعلومات إلى الغير ، وذلك بالنص على حظر إفشاء المعلومات الداخلية إلى الغير من قبل الشخص الذي يكون بحكم منصبه مطلعاً على هذه المعلومات ، ويفرض العقوبة المناسبة على مرتكب هذا الفعل .

٢٠. ضرورة قيام المشرع المصري بتعديل نص المادة ٦٤ من قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ ، أو إضافة مادة جديدة بالشكل الذي يجرم فيه الشخص المستفيد من المعلومات الداخلية من غير المطلعين ، نظراً لوجود الثغرة حالياً في النص المذكور .

٢١. ضرورة أن تقوم الهيئات العامة للأوراق المالية وإدارات البورصات في الدول العربية بشكل عام بعقد الدورات ، بالإضافة إلى إيفاد منتسبيها إلى الخارج لتلقي دورات متخصصة في الرقابة والتفتيش وكشف الممارسات غير المشروعة التي تخل بالتشريعات المنظمة للبورصة والتحقيق في القضايا المتعلقة بتلك الممارسات ، والتعرف على أساليب وطرق التعامل مع تلك الممارسات بالشكل الذي لا يضر بالبورصة وبالمتعاملين فيها والشركات المدرجة .

٢٢. نرى أن تعنى كليات الحقوق بدراسة المسائل المتعلقة ببورصة الأوراق المالية في كافة تفاصيلها ، وأن تفرض مقررات دراسية خاصة بهذا الموضوع ، وذلك لكي يقف الخريجون على أهم المشكلات المتعلقة بهذا النشاط وكيفية معالجتها.

(الحمد لله الذي بنعمته تتم الصالحات)



قائمة المراجـــع

المراجع العربية :

============

أولاً : الكتب العامة :

=============

١. د. أبو زيد رضوان ، الشركات التجارية في القانون المصري المقـارن ، دار الفكر العربي ، القاهرة ، مصر ، ١٩٨٩ .

٢. د. أحمد محمد محرز ، القانون التجـاري ، ج ١ ، ط ١ ، مطبعـة حـسان ، القاهرة ، مصر ، ١٩٨٦ .

٣. إسماعيل أحمد عصر ، محاسبة شركات الأموال ، ط ١٠ ، مكتبـة شـادي ، القاهرة ، مصر ، ٢٠٠٦.

٤. د. أكرم ياملكي ، القانون التجاري (الشركات) ، ط ١ ، الإصـدار الأول ، دار الثقافة للنشر والتوزيع ، عمّان ، الأردن ، ٢٠٠٦ .

٥. حارث سليمان الفاروقي ، المعجم القانوني (انجليزي – عربي) ، ط ٥ ، طبعة معادة ، مكتبة لبنان ، بيروت ، لبنان ، ٢٠٠٥ .

٦. د. حسين يوسف غنايم ، الشركات التجارية في دولة الإمارات العربية المتحدة وفقاً للقانون الاتحادي رقم ٨ لسنة ١٩٨٤ ، ط ١ ، مطـابع البيـان ، دبـي ، الإمارات العربية المتحدة ، ١٩٨٤.

٧. د. حمزة علي المدني ، القانون التجـاري (الأعمـال التجاريـة – التـاجر – الشركات التجارية – الأوراق التجارية) ، ط ٥ ، دار المدني ، جدة ، المملكـة العربية السعودية ، ٢٠٠١ .

٨. خليل هندي والقاضي أنطوان الناشف ، العمليات المصرفية والسوق المالية ، ج ٢ ، المؤسسة الحديثة للكتاب ، طرابلس ، لبنان ، ٢٠٠٠ .

٩. د. سعيد الخضري ، الاقتصاد النقدي والمصرفي ، دار الكتاب الجامعي ، العين ، الإمارات العربية المتحدة ، ١٩٩٩ .

١٠. د. سميحة القليوبي ، الشركات التجارية ، ج ٢ ، ط ٣ ، دار النهضة العربية ، القاهرة ، مصر ، ١٩٩٣ .

١١. د. سهير منتصر ، الالتزام بالتبصير ، دار النهضة العربية ، القاهرة ، مصر ، بدون سنة نشر .

١٢. د. سيد طه بدوي محمد ، مقدمة في النقود والبنوك ، دار النهضة العربية ، القاهرة ، مصر ، ٢٠٠٥ .

١٣. د. طعمة الشمري ، قانون الشركات التجارية الكويتي ، ط١ ، مؤسسة دار الكتب ، الكويت ، ١٩٨٥ .

١٤. عباس مرزوق العبيدي ، الاكتتاب في رأس مال الشركة المساهمة ، دار الثقافة للنشر والتوزيع ، عمّان ، الأردن ، ١٩٩٨ .

١٥. د. عبدالحكم محمد عثمان ، أصول قانون المعاملات التجارية رقم ١٨ لسنة ١٩٩٣ ، ج ٢ ، الأوراق التجارية والإفلاس ، أكاديمية شرطة دبي ، مطابع البيان التجارية ، دبي ، الإمارات العربية المتحدة ، ١٩٩٥ .

١٦. ---------------- ، الشركات التجارية في دولة الإمارات العربية المتحدة ، أكاديمية شرطة دبي ، مطابع البيان التجارية ، دبي ، الإمارات العربية المتحدة ، ١٩٩٦ .

١٧. د. عبدالحميد الشواربي و محمد عبدالحميد الشواربي ، إدارة المخاطر الائتمانية من وجهتي النظر المصرفية والقانونية ، منشأة المعارف ، الإسكندرية ، مصر ، ٢٠٠٢ .

١٨. د. عبدالرزاق أحمد السنهوري ، الوسيط في شرح القانون المدني ، ج ١ ، نظرية الالتزام بوجه عام – مصادر الالتزام ، تنقيح المستشار أحمد مدحت المراغي ، منشأة المعارف ، الإسكندرية ، مصر ، ٢٠٠٤.

١٩. د. عبدالعزيز المرسي حمود ، الالتزام قبل التعاقدي بالإعلام في عقد البيع ، دار النهضة العربية ، القاهرة ، مصر ، ٢٠٠٥ .

٢٠. د. عزيز العكيلي ، شرح القانون التجاري ، ج ٤ ، الشركات التجارية ، ط ١ ، الإصدار الثاني ، دار الثقافة للنشر والتوزيع ، عمّان ، الأردن ، ٢٠٠٢ .

٢١. ------------ ، شرح القانون التجاري ، ج ٢ ، الأوراق التجارية وعمليات البنوك ، ط١ ، الإصدار الثاني ، دار الثقافة للنشر والتوزيع ، عمّان ، الأردن ، ٢٠٠٥ .

٢٢. د. علي جمال الدين عوض ، العقود التجارية ، دار النهضة العربية ، القاهرة ، مصر ، بدون سنة نشر .

٢٣. د. علي سيد قاسم ، مراقب الحسابات (دراسة قانونية مقارنة لدور مراقب الحسابات في شركة المساهمة) ، دار الفكر العربي ، القاهرة ، مصر ، ١٩٩١.

٢٤. د. فايز نعيم رضوان ، قانون المعاملات التجارية ، ج ٢ ، الأوراق التجارية – الإفلاس ، ط١ ، أكاديمية شرطة دبي ، مطابع البيان التجارية ، دبي ، الإمارات العربية المتحدة ، ٢٠٠٥ .

٢٥. ------------ ، الشركات التجارية وفقاً للقانون الاتحادي رقم ٨ لسنة ١٩٨٤ وتعديلاته بدولة الإمارات العربية المتحدة ، ط ٢ (طبعة معادة) ، أكاديمية شرطة دبي ، مطابع البيان التجارية ، دبي ، الإمارات العربية المتحدة ، ٢٠٠٦ .

٢٦. د. فوزي محمد سامي ، شرح القانون التجاري الأردني ، ج ٢ ، الأوراق التجارية ، ط ١ ، دار الثقافة للنشر والتوزيع ، عمّان ، الأردن ، ١٩٩٤ .

٢٧. ----------- ، الأوراق التجارية في قانون دولة الإمارات العربية المتحدة ، ط ٢ ، جامعة الشارقة ، مركز البحوث والدراسات ، النشر العلمي ، الشارقة ، دولة الإمارات العربية المتحدة ، ٢٠٠٥ .

٢٨. د. محمد أحمد بن فهد ، اقتصاديات النقود والبنوك ، أكاديمية شرطة دبي ، مطابع البيان ، دبي ، الإمارات العربية المتحدة ، ٢٠٠٣ .

٢٩. د. محمد فريد العريني ، القانون التجاري (شركات المساهمة والتوصية بالأسهم وذات المسئولية المحدودة) ، دار المطبوعات الجامعية ، الإسكندرية ، مصر ، ١٩٩٩ .

٣٠. د. محمد كامل أمين ملش ، شرح القانون التجاري التكميلي ، بدون ذكر اسم الناشر ، مصر ، ١٩٥٢ ..

٣١. د. محمد هشام أبو الفتوح ، الشائعات في قانون العقوبات المصري والقوانين الأخرى ، دار النهضة العربية ، القاهرة ، مصر ، ١٩٩٥ .

٣٢. د. محمود سمير الشرقاوي ، الشركات التجارية في القانون المصري ، دار النهضة العربية ، القاهرة ، مصر ، ١٩٨٦ .

٣٣. د. محمود مختار أحمد بريري ، قانون المعاملات التجارية ، ج ١ ، دار الفكر العربي ، القاهرة ، مصر ، ١٩٨٧ .

٣٤. ---------------- ، قانون المعاملات التجارية (عمليات البنوك – الأوراق التجارية) ، دار النهضة العربية ، القاهرة ، مصر ، ٢٠٠١.

٣٥. د. مسعود محمد مادي و د. عدنان أحمد ولي العزاوي ، النظرية العامة للقانون التجاري ، جامعة السابع من إبريل ، الزاوية ، ليبيا ، بدون سنة نشر.

٣٦. د. مصطفى كمال طه ، القانون التجاري (الشركات التجارية – الأحكام العامة في الشركات – شركات الأشخاص – شركات الأموال) ، دار الجامعة الجديدة للنشر ، الإسكندرية ، مصر ، ١٩٩٨ .

٣٧. د. وحي فاروق لقمان ، سلطات ومسئوليات المديرين في الشركات التجارية ، دار الفكر العربي ، القاهرة ، مصر ، بدون سنة نشر ، أصل الكتاب رسالة دكتوراه تم مناقشتها بتاريخ ١٩٩٨/٦/٢٤ .

٣٨. د.وهبة الزحيلي ، العقود المسماة في قانون المعاملات المدنية الإماراتي والقانون المدني الأردني ، ط ١ ، دار الفكر ، دمشق ، سوريا ، ١٩٨٧ .

٣٩. ---------- ، المعاملات المالية المعاصرة ، ط ١، دار الفكر، دمشق ، سوريا ، ٢٠٠٢.

ثانياً : الكتب المتخصصة :

===============

١. د. أحمد عبدالرحمن الملحم ، حظر استغلال المعلومات غير المعلنة الخاصة بالشركات في التعامل بالأوراق المالية (دراسة مقارنة) ، ط ١ ، جامعة الكويت ، لجنة التأليف والتعريب والنشر ، مجلس النشر العلمي ، دولة الكويت ، ١٩٩٨ .

٢. د. أحمد محمد لطفي أحمد ، معاملات البورصة بين النظم الوضعية والأحكام الشرعية ، ط ١ ، دار الفكر الجامعي ، الإسكندرية ، مصر ، ٢٠٠٦ .

٣. د. أحمد محمد محرز ، النظام القانوني للخصخصة ، منشأة المعارف ، الإسكندرية ، مصر ، ٢٠٠٣.

٤. د.أسامة أحمد شوقي المليجي،التنفيذ الجبري على الأوراق المالية التي تصدرها شركة المساهمة ، دار النهضة العربية ، القاهرة ، مصر ، ٢٠٠٤.

٥. د. أمين السيد أحمد لطفي ، التحليل المالي لأغراض تقييم ومراجعة الأداء والاستثمار في البورصة ، الدار الجامعية ، الإسكندرية ، مصر ، ٢٠٠٦ .

٦. د. بلال عبدالمطلب بدوي ، الالتزام بالإفصاح عن المعلومات في سوق الأوراق المالية ، دار النهضة العربية ، القاهرة ، مصر ، ٢٠٠٦ .

٧. د. جون وايت ، ترجمة د.خالد العامري ، الاستثمار في السندات والأسهم ، طبعة مترجمة عن الانجليزية ، ط ١ ، دار الفاروق للنشر والتوزيع ، القاهرة ، مصر ، ٢٠٠٣ ، (الناشر الأجنبي How To Books ، ٢٠٠٠) .

٨. د. جلال إبراهيم العبد و د. محمد صالح الحناوي ، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق ، الدار الجامعية ، الإسكندرية ، مصر ، ٢٠٠٥ .

٩. د.جلال البنا ، ماذا تعرف عن الاستثمار في الأوراق المالية والبورصات والمشتقات ، ط ١ ، شركة الندى للطباعة ، طنطا ، مصر ، ٢٠٠٧ .

١٠. د. حسين فتحي ، تعاملات المطلعين على أسرار أسهم الشركة ، دار النهضة العربية ، القاهرة ، مصر ، ١٩٩٦ .

١١. د.سامي عبدالباقي أبو صالح ، النظام القانوني لعروض الشراء في سوق الأوراق المالية ، دار النهضة العربية ، القاهرة ، مصر ، ٢٠٠٦.

١٢. د.سيد طه بدوي محمد ، عمليات بورصة الأوراق المالية الفورية والآجلة من الوجهة القانونية ، دار النهضة العربية ، القاهرة ، مصر ، ٢٠٠١ .

١٣. د. شعبان أحمد محمود والمستشار رجب عبدالحكيم سليم ، شرح أحكام قانون سوق رأس المال الصادر بالقانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ ولائحته التنفيذية ، ط ١ ، دار أبو المجد للطباعة ، القاهرة ، مصر ، ٢٠٠٤ .

١٤. د. صالح البربري ، الممارسات غير المشروعة في بورصة الأوراق المالية ، ط ١ ، مركز المساندة القانونية ، القاهرة ، مصر ، ٢٠٠١ .

١٥. صالح راشد الحمراني ، دور شركات السمسرة في بورصة الأوراق المالية ، ط ١ ، مكتبة دبي للتوزيع ، دبي ، الإمارات العربية المتحدة ، ٢٠٠٤ .

١٦. صبري حسن نوفل ، الاستثمار في الأوراق المالية ، مقدمة للتحليل الفني والأساسي ، كتاب الإهرام الاقتصادي ، العدد ١٠٠ ، دار الاهرام للطباعة والنشر ، القاهرة ، مصر ، مايو ١٩٩٦ .

١٧. د. صفوت عبدالسلام ، الشفافية والإفصاح والأثر على كفاءة سوق رأس المال مع التطبيق على سوق الكويت للأوراق المالية ، دار النهضة العربية ، القاهرة ، مصر ، ٢٠٠٦ .

١٨. ------------ ، صناديق الاستثمار – دراسة وتحليل من منظور الاقتصاد الإسلامي ، دار النهضة العربية ، القاهرة ، مصر ، ٢٠٠٥ .

١٩. د. طارق عبدالعال حماد ، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية ، الدار الجامعية ، الإسكندرية ، مصر ، ٢٠٠٠ .

٢٠. -------------- ، تحليل القوائم المالية لأغراض الاستثمار ومنح الائتمان ، الدار الجامعية ، الإسكندرية ، مصر ، ٢٠٠٦ .

٢١. د. طارق محمود عبدالسلام السالوس ، تفعيل سوق السندات الحكومية ، دار النهضة العربية ، القاهرة ، مصر ، ٢٠٠٥ .

٢٢. د.عاشور عبدالجواد عبدالحميد ، دور البنك في خدمة الأوراق المالية ، دار النهضة العربية ، القاهرة ، مصر ، ٢٠٠٣ .

٢٣. د. عبدالباسط وفا محمد حسن ، بورصة الأوراق المالية ودورها في تحقيق أهداف تحول مشروعات قطاع الأعمال العام إلى الملكية الخاصة ، دار النهضة العربية ، القاهرة ، مصر ، ١٩٩٦.

٢٤. د.عبدالرحيم الريّح محمود ، الأسواق المالية ودورها في سياسات وإدارة التنمية والاستثمار ، غرفة تجارة وصناعة أبوظبي ، أبوظبي ، دولة الإمارات العربية المتحدة ، ٢٠٠٨ .

٢٥. د. عبدالغفار حنفي ، البورصات (أسهم – سندات – صناديق الاستثمار) ، المكتب العربي الحديث ، القاهرة ، مصر ، ١٩٩٥ .

٢٦. د.عبدالغفار حنفي و د. رسمية قرياقص ، الأسواق والمؤسسات المالية (البنوك وشركات التأمين والبورصات وصناديق الاستثمار) ، مركز الإسكندرية للكتاب ، الإسكندرية ، مصر ، ١٩٩٩ .

٢٧. ———————————— ، الاستثمار في الأوراق المالية ، الدار الجامعية ، الإسكندرية ، مصر ، ٢٠٠٥ .

٢٨. د. عبدالنافع الزرري و د. غازي فرح ، الأسواق المالية ، ط ١ ، دار وائل للنشر ، عمّان ، الأردن ، ٢٠٠١ .

٢٩. عبدالمجيد المهيلمي ، التحليل الفني للأسواق المالية ، ط ٢ ، البلاغ للطباعة والنشر والتوزيع ، القاهرة ، مصر ، ٢٠٠٥ .

٣٠. د.عبيد علي أحمد الحجازي ، مصادر التمويل ، ط ٢ ، أكاديمية شرطة دبي ، دبي ، الإمارات العربية المتحدة ، ٢٠٠٦ .

٣١. عدي قصيور ، حماية حقوق المساهمين الأفراد في سوق أبوظبي للأوراق المالية ، ط ١ ، مركز الإمارات للدراسات والبحوث الإستراتيجية ، سلسلة دراسات إستراتيجية ، العدد ١٠٨ ، أبوظبي ، دولة الإمارات العربية المتحدة ، ٢٠٠٥ .

٣٢. د. عصام أبو النصر ، أسواق الأوراق المالية (البورصة) في ميزان الفقه الإسلامي ، المؤلف ، القاهرة ، مصر ، ٢٠٠٦ .

٣٣. د.عصام حنفي محمود ، التزام الشركات بالشفافية والإفصاح ، دار النهضة العربية ، القاهرة ، مصر ، ٢٠٠٦ .

٣٤. -------------- ، ضوابط مكافحة غسل الأموال في سوق الأوراق المالية ، دار النهضة العربية ، القاهرة ، مصر ، ٢٠٠٧ .

٣٥. د. عماد صالح سلام ، إدارة الأزمات في بورصات الأوراق المالية العربية والعالمية والتنمية المتواصلة ، شركة أبو ظبي للطباعة والنشر ، أبو ظبي ، الإمارات العربية المتحدة ، ٢٠٠٢ .

٣٦. د. عمر سالم ، الحماية الجنائية للمعلومات غير المعلنة للشركات المقيدة بسوق الأوراق المالية ، ط ١ ، دار النهضة العربية ، القاهرة ، مصر ، ١٩٩٩ .

٣٧. د. غنام محمد غنام ، تجريم الكذب على المساهمين في شركات المساهمة في قوانين دول مجلس التعاون الخليجي ، ط ١ ، مجلس النشر العلمي ، لجنة التأليف والتعريب والنشر ، جامعة الكويت ، الكويت ، ١٩٩٦ .

٣٨. مايكل دي شيمو ، قوانين سوق الأسهم ، ط ٣ ، طبعة مترجمة عن الإنجليزية ، مكتبة جرير ، الرياض ، المملكة العربية السعودية ، ٢٠٠٦.

٣٩. مايكل هيل ، أثر المعلومات في المجتمع ، ط ١ ، سلسلة دراسات مترجمة رقم ١٩ ، مركز الإمارات للدراسات والبحوث الإستراتيجية ، أبوظبي ، الإمارات العربية المتحدة ، ٢٠٠٤ .

٤٠. مايكل سينسير ، دليل التعامل في سوق المال ، ط ٥ ، طبعة مترجمة عن الانجليزية ، مكتبة جرير ، الرياض ، المملكة العربية السعودية ، ٢٠٠٥ .

٤١. د. محسن أحمد الخضيري ، كيف تتعلم البورصة في ٢٤ ساعة ، ط ٢ ، إيتراك للنشر والتوزيع ، القاهرة ، مصر ، ٢٠٠١ .

٤٢. د. محمد الحناوي ود. نهال فريد مصطفى ود. السيدة عبدالفتاح إسماعيل ود. السيد الصيفي ، الاستثمار في الأوراق المالية وإدارة المخاطر ، المكتب الجامعي الحديث ، الإسكندرية ، مصر ، ٢٠٠٧ .

٤٣. د. محمد صالح جابر ، الاستثمار بالأسهم والسندات وتحليل الأوراق المالية ، ط ١ ، دار الرشيد للنشر ، منشورات وزارة الثقافة والإعلام ، سلسة دراسات ، سلسلة رقم ٣١٢ ، بغداد ، العراق ، ١٩٨٢ .

٤٤. د. محمد فاروق عبدالرسول ، الحماية الجنائية لبورصة الأوراق المالية ، ط ١ ، دار الجامعة الجديدة ، الإسكندرية ، مصر ، ٢٠٠٧ .

٤٥. محمد يوسف ياسين ، البورصة (عمليات البورصة – تنازع القوانين – اختصاص المحاكم) منشورات الحلبي الحقوقية ، ط ١ ، بيروت ، لبنان ، ٢٠٠٤ .

٤٦. د. مظهر فرغلي علي محمد ، الحماية الجنائية للثقة في سوق رأس المال (جرائم البورصة) ، ط ١ ، دار النهضة العربية ، القاهرة ، مصر ، ٢٠٠٦ .

٤٧. د. منير إبراهيم هندي ، الأوراق المالية وأسواق رأس المال ، منشأة المعارف ، الإسكندرية ، مصر ، ٢٠٠٢ .

٤٨. ------------- ، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال (الأوراق المالية وصناديق الاستثمار) المكتب العربي الحديث ، الإسكندرية ، مصر ، ١٩٩٩ .

٤٩. ------------- ، إدارة الأسواق والمنشآت المالية ، منشأة المعارف ، الإسكندرية ، مصر ، ٢٠٠٢ .

٥٠. د. منير بوريشة ، المسئولية الجنائية للوسطاء الماليين في عمليات البورصة ، دار الجامعة الجديدة ، الإسكندرية ، مصر ، ٢٠٠٢ .

٥١. د. نصر علي طاحون ، شركة إدارة محافظ الأوراق المالية ، دار النهضة العربية ، مصر ، القاهرة ، ٢٠٠٣ .

٥٢. د. هالة كمال محمد إسماعيل ، الالتزام بالإيداع والقيد المركزي للأوراق المالية وفقاً لقانون ٩٣ لسنة ٢٠٠٠ ، دار النهضة العربية ، القاهرة ، مصر ، ٢٠٠٧ .

٥٣. د. هشام فضلي ، الاستثمار الجماعي في الحقوق الآجلة ، دار الفكر الجامعي ، الإسكندرية ، مصر ، ٢٠٠٤ .

٥٤. ---------- ، تداول الأوراق المالية والقيد في الحساب ، ط١ ، دار الجامعة الجديدة للنشر ، الإسكندرية ، مصر ، ٢٠٠٥ .

ثالثاً : الرسائل الجامعية :

==============

١. إيمان أحمد الهنيني ، المعلومات المحاسبية المؤثرة على قرارات المستثمرين في سوق عمّان المالي ، رسالة ماجستير في المحاسبة ، كلية الدراسات العليا ، الجامعة الأردنية ، عمّان ، الأردن ، ١٩٩٤ .

٢. جمال خالد عبدالقادر الهبيل ، مدى ملاءمة تعليمات الإفصاح الصادرة عن هيئة الأوراق المالية لقرارات المستثمر في الأردن ، رسالة ماجستير ، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية ، جامعة آل البيت ، عمّان الأردن ، ٢٠٠٣ .

٣. حسن عبدالله صالح الياسي ، السوق المالية بدولة الإمارات العربية المتحدة ، رسالة ماجستير في إدارة الأعمال ، كلية الاقتصاد والإدارة ، جامعة عدن ، عدن ، اليمن ، ١٩٩٩ .

٤. سمير برهان راغب ، النظام القانوني للعرض العام لشراء الأسهم ، رسالة دكتوراه ، كلية الحقوق ، جامعة القاهرة ، القاهرة ، مصر ، ٢٠٠٦ .

٥. د. زينب أحمد عزيز حسين ، دور مراقب الحسابات في الإفصاح عن اختلال الهياكل التمويلية للمنشآت الصناعية ، رسالة دكتوراه في المحاسبة ، قسم المحاسبة ، كلية التجارة ، جامعة الزقازيق / فرع بنها ، مصر ، ١٩٩٧ .

٦. علي العبد خليل سعادة ، الإفصاح في التقارير المالية للشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية في ظل معيار المحاسبة الدولي رقم (٥) ، رسالة ماجستير في المحاسبة ، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية ، جامعة آل البيت ، عمّان ، الأردن ، ٢٠٠٠ .

٧. د. يعقوب يوسف صرخوه ، الأسهم وتداولها في الشركات المساهمة في القانون الكويتي ، رسالة دكتوراه ، كلية الحقوق ، جامعة القاهرة ، القاهرة ، مصر ، ١٩٨٢ .

رابعاً : البحوث والدوريات :

================

١. إبراهيم آدم حبيب ، إصدار النقود : دراسة تأصيلية ، بحث منشور في مجلة المصرفي ، العدد ٢٧ ، الموقع الإلكتروني لبنك السودان (www.sudanbank.org) ، مارس ، ٢٠٠٣ .

٢. د. أحمد عبدالرحمن الملحم ، تعليق على القانون رقم ٢ لسنة ١٩٩٩ في شأن الإعلان عن المصالح في أسهم شركات المساهمة ، بحث مقدم ضمن أعمال مؤتمر " أوضاع سوق الكويت للأوراق المالية " برعاية مكتب المقاطع وشركاهم للمحاماة والاستشارات القانونية ، دولة الكويت ، ١٩ ديسمبر ٢٠٠٥.

٣. د. أكرم ياملكي ، اختلاف حقوق المساهم باختلاف أنواع الأسهم (بحث مقارن) ، مجلة الحقوق ، مركز البحث العلمي، جامعة الكويت، دولة الكويت ، العدد الأول ، السنة ٣٠ ، مارس ٢٠٠٦ .

٤. حازم الببلاوي و رائد فهمي ، سوق الأسهم الكويتية ، سلسلة رسائل بنك الكويت الصناعي ، العدد السادس ، بنك الكويت الصناعي ، دولة الكويت ، يونيو ، ١٩٨٢ .

٥. د. حسام الدين كامل الأهواني ، شركات السمسرة في الأوراق المالية تجاه عملائها في ظل قانون سوق رأس المال المصري ، بحث مقدم ضمن أعمال "مؤتمر المهنيين " برعاية كلية القانون ، جامعة الشارقة ، الفترة ٣ – ٥ ابريل ٢٠٠٤ ، كتاب الوقائع ، مركز البحوث والدراسات والنشر العلمي ، جامعة الشارقة ، الإمارات العربية المتحدة ٢٠٠٦ .

٦. حسام الدين محمد ، بحث بعنوان (ألف باء البورصة) ، منشور في الموقع الالكتروني (إسلام أون لاين) www.islamonline.net ، نماء ، بورصات وبنوك ، بورصات ، ٣ ابريل ٢٠٠٤ .

٧. حسان خضر ، تحليل الأسواق المالية ، سلسلة (جسر التنمية) ، المعهد العربي للتخطيط ، العدد ٢٧ ، السنة الثالثة ، دولة الكويت ، مارس ، ٢٠٠٤ .

٨. حسين عبدالمطلب الأسرج ، تحليل أداء البورصات العربية خلال الفترة (١٩٩٤ – ٢٠٠٣) مع دراسة خاصة للبورصة المصرية ، سلسة رسائل بنك الكويت الصناعي ، العدد ٧٩ ، بنك الكويت الصناعي ، دولة الكويت ، ديسمبر ٢٠٠٤ .

٩. د. حماد مصطفى عزب ، حق المساهمين في الرقابة على إدارة الشركة ، بحث مقدم ضمن أعمال المؤتمر العلمي الخامس عشر "مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات " ، المجلد الثاني ، برعاية كلية الشريعة والقانون بجامعة الإمارات العربية المتحدة وغرفة تجارة وصناعة دبي ، دبي ، الإمارات العربية المتحدة ، الفترة ٦ – ٨ مارس ٢٠٠٧ .

١٠. د. سيد طه بدوي محمد ، عمليات بورصة الأوراق المالية (دراسة مقارنة) بين التشريعين الفرنسي والمصري ، بحث مقدم ضمن أعمال المؤتمر

العلمي الخامس عشر "مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات " ، المجلد الثاني ، برعاية كلية الشريعة والقانون بجامعة الإمارات العربية المتحدة وغرفة تجارة وصناعة دبي ، دبي ، الإمارات العربية المتحدة ، الفترة ٦ – ٨ مارس ٢٠٠٧ .

١١. د. هالة حلمي السعيد ، الأسواق المالية الناشئة ودورها في التنمية الاقتصادية في ظل العولمة ، سلسلة رسائل بنك الكويت الصناعي ، العدد ٥٨ ، بنك الكويت الصناعي ، دولة الكويت ، سبتمبر ، ١٩٩٩ .

١٢. د. صادق حنين ، بحوث في أعمال البورصة ، مجلة القانون والاقتصاد ، مصر ، السنة الثامنة ، ١٩٣٨ .

١٣. د. صادق محمد البسام ، بعض جوانب التنظيم المحاسبي لسوق الأوراق المالية ، بحث منشور في مجلة الحقوق ، العدد الرابع ، السنة السابعة ، كلية الحقوق ، جامعة الكويت ، دولة الكويت ، ديسمبر ١٩٨٣ .

١٤. د. صالح أحمد البربري ، المسئولية المهنية للمحلل المالي في سوق الأوراق المالية (البورصات) ، بحث مقدم ضمن أعمال "مؤتمر المهنيين " برعاية كلية القانون ، جامعة الشارقة ، الفترة ٣ – ٥ ابريل ٢٠٠٤ ، كتاب الوقائع ، مركز البحوث والدراسات والنشر العلمي ، جامعة الشارقة ، الإمارات العربية المتحدة ٢٠٠٦ .

١٥. ---------------- ، قواعد الشفافية والإفصاح والأشخاص الملزمون بتطبيقها في سوق الأوراق المالية (دراسة قانونية) ، بحث مقدم ضمن أعمال المؤتمر العلمي الخامس عشر "مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات " ، المجلد الخامس ، برعاية كلية الشريعة والقانون بجامعة الإمارات العربية المتحدة وغرفة تجارة وصناعة دبي ، دبي ، الإمارات العربية المتحدة ، الفترة ٦ – ٨ مارس ٢٠٠٧ .

١٦. ------------- ، سوق الأوراق المالية واستغلال المعلومات الداخلية بواسطة العالمين ببواطن الأمور (دراسة قانونية مقارنة) ، بحث مقدم ضمن أعمال المؤتمر العلمي الخامس عشر "مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات " ، المجلد الخامس ، برعاية كلية الشريعة والقانون بجامعة الإمارات العربية المتحدة وغرفة تجارة وصناعة دبي ، دبي ، الإمارات العربية المتحدة ، الفترة ٦ – ٨ مارس ٢٠٠٧ .

١٧. ------------- ، المضاربة والتلاعب بالأسعار في سوق الأوراق المالية (دراسة قانونية مقارنة) ، بحث مقدم ضمن أعمال المؤتمر العلمي الخامس عشر "مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات " ، المجلد الخامس ، برعاية كلية الشريعة والقانون بجامعة الإمارات العربية المتحدة وغرفة تجارة وصناعة دبي ، دبي ، الإمارات العربية المتحدة ، الفترة ٦ – ٨ مارس ٢٠٠٧ .

١٨. د. صعفق الركيبي ، الوظائف الرئيسية لأسواق المال وأدواتها ، مقال منشور في صحيفة الخليج ، العدد ٧٣٠١ ، دار الخليج للطباعة والنشر والتوزيع ، الشارقة ، الإمارات العربية المتحدة ، ١٦مأيو ١٩٩٩ .

١٩. د. طعمة الشمري ، أحكام تداول الأوراق المالية في القانون الكويتي ، مجلة الحقوق ، العدد الرابع ، السنة السابعة ، كلية الحقوق ، جامعة الكويت ، دولة الكويت ، ديسمبر ١٩٨٣ .

٢٠. د. عبدالفضيل محمد أحمد ، بورصات الأوراق المالية ، بحث منشور في مجلة البحوث القانونية والاقتصادية ، العدد ٣ ، كلية الحقوق ، جامعة المنصورة ، مصر ، إبريل ١٩٨٨ .

٢١. د. عبده جميل غصوب ، بورصة بيروت في القانون اللبناني وقانون التجارة الدولية ، بحث منشور في مجلة الدراسات القانونية ، العدد الأول ، جامعة بيروت العربية ، بيروت ، لبنان ، ٢٠٠٤ .

٢٢. د. فهد عبدالرحمن اليحيى ، المضاربة على الأسهم قبل بدء الشركة في نشاطها ، بحث مقدم ضمن أعمال المؤتمر العلمي الخامس عشر "مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات " ، المجلد الرابع ، برعاية كلية الشريعة والقانون بجامعة الإمارات العربية المتحدة وغرفة تجارة وصناعة دبي ، دبي ، الإمارات العربية المتحدة ، الفترة ٦ – ٨ مارس ٢٠٠٧ .

٢٣. د. محمد صفوت قابل ، الأسواق المالية الأوربية وسياسات السوق الواحدة للاتحاد الأوربي ، مجلة المال والصناعة ، العدد ١٥ ، بنك الكويت الصناعي ، الكويت ، ١٩٩٧ .

٢٤. محمد عبدالغفار الشريف ، أحكام السوق المالية ، بحث منشور ضمن مجلة مجمع الفقه الإسلامي ، العدد ٢٠٦ ، جدة ، المملكة العربية السعودية : نقلاً عن د. عبدالله بن محمد العمراني ، السندات من منظور شرعي ، بحث مقدم ضمن أعمال المؤتمر العلمي الخامس عشر "مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات " ، المجلد الثالث ، برعاية كلية الشريعة والقانون بجامعة الإمارات العربية المتحدة وغرفة تجارة وصناعة دبي ، دبي ، الإمارات العربية المتحدة ، ٦ – ٨ مارس ٢٠٠٧ .

٢٥. محمد يسر برنيه ، تطوير أسواق الأوراق المالية الحكومية في الدول العربية ودور السلطات النقدية ، دراسة قدمت إلى الاجتماع السنوي السابع والعشرين لمجلس محافظي المصارف المركزية ومؤسسات النقد العربية والذي عقد في الدوحة بدولة قطر في سبتمبر ٢٠٠٣ ، منشور على الموقع الالكتروني لصندوق النقد العربي في أبوظبي بدولة الإمارات العربية المتحدة www.amf.org.ae ، ٢٠٠٤ .

٢٦. د. محمود كبيش ، المسئولية الجنائية لمراقب الحسابات في شركات المساهمة (دراسة مقارنة في القانونين المصري والفرنسي) ، بحث مقدم ضمن أعمال "مؤتمر المهنيين " برعاية كلية القانون ، جامعة الشارقة ، الفترة ٣ – ٥

ابريل ٢٠٠٤ ، كتاب الوقائع ، مركز البحوث والدراسات والنشر العلمي ، جامعة الشارقة ، الإمارات العربية المتحدة ٢٠٠٦ .

٢٧. ناصر الكنهل ، إدارة معلومات الشركات : شفافية المعلومة للجميع ، مقال منشور في مجلة (تداول) مجلة سوق الأسهم السعودية ، العدد الثاني ، خريف ٢٠٠٢ ، تم تحميل المقال من الموقع الالكتروني لسوق الأسهم السعودي : www.tadawul.com.sa .

٢٨. د. ناصر جاسم الصانع ، تطوير سوق الكويت للأوراق المالية ، بحث مقدم ضمن أعمال مؤتمر "أوضاع سوق الكويت للأوراق المالية " برعاية مكتب المقاطع وشركاهم للمحاماة والاستشارات القانونية ، دولة الكويت ، ١٩ ديسمبر ٢٠٠٥ .

٢٩. د. وهبة الزحيلي ، السوق المالية ، مجلة مجمع الفقه الاسلامي ، العدد ٦ ، الجزء الثاني ، ١٩٩٠.

٣٠. د. وليد الحوطي ، الشفافية والإفصاح في تعاملات سوق الكويت للأوراق المالية ، ورقة عمل مقدمة ضمن أعمال مؤتمر " أوضاع سوق الكويت للأوراق المالية " برعاية مكتب المقاطع وشركاهم للمحاماة والاستشارات القانونية ، دولة الكويت ، ١٩ ديسمبر ٢٠٠٥ .

خامساً : التشريعات :

============

١. القانون الاتحادي رقم ٤ لسنة ٢٠٠٠ في شأن هيئة وسوق الإمارات للأوراق المالية والسلع وقرارات مجلس الوزراء والقرارات المكملة ، المكتبة القانونية ، محاكم دبي ، ٢٠٠٥ .

٢. القانون الاتحادي رقم ١٨ لسنة ١٩٩٣ بشأن المعاملات التجارية ، منشورات جمعية الحقوقيين ، دولة الإمارات العربية المتحدة ، يناير ٢٠٠٦.

٣. القانون الاتحادي رقم ٨ لسنة ١٩٨٤ بشأن الشركات التجارية ، منشورات جمعية الحقوقيين ، دولة الإمارات العربية المتحدة .

٤. القانون الاتحادي رقم ٥ لسنة ١٩٨٥ بشأن المعاملات المدنية ، منشورات جمعية الحقوقيين ، دولة الإمارات العربية المتحدة .

٥. قانون العقوبات الاتحادي رقم ٣ لسنة ١٩٨٧ ، منشورات جمعية الحقوقيين ، دولة الإمارات العربية المتحدة ، ابريل ١٩٩٣ .

٦. قرار رئيس مجلس إدارة هيئة الأوراق المالية والسلع رقم (٣٢/ر) لسنة ٢٠٠٧ بشأن ضوابط حوكمة الشركات المساهمة العامة ومعايير الانضباط المؤسسي ، ٢٠٠٧/٣/٢١ .

٧. القرار الوزاري رقم ٦٨ لسنة ١٩٨٩ في شأن البيانات التي تتضمنها النشرة الخاصة بدعوة الجمهور للاكتتاب العام في أسهم وسندات شركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم ، الإمارات العربية المتحدة .

٨. الهيئة العامة لسوق المال المصرية ، موسوعة القوانين واللوائح والقرارات المنظمة لسوق رأس المال (القانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ معدلاً لآخر تعديل في ١٩٩٨/٦/١١ ، القرار الوزاري رقم ١٣٥ لسنة ١٩٩٣ بإصدار اللائحة التنفيذية للقانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ طبقاً لآخر تعديل في ١٩٩٩/٢/٣) ، القاهرة ، جمهورية مصر العربية ، بدون سنة نشر .

٩. قانون الإيداع والقيد المركزي للأوراق المالية رقم ٩٣ لسنة ٢٠٠٠ ولائحته التنفيذية ، جمهورية مصر العربية ، تم تحميله من الموقع الالكتروني للهيئة العامة لسوق المال المصرية .

١٠. قانون التجارة المصري رقم ١٧ لسنة ١٩٩٩ ، جمع من قبل : أسامة أحمد شتات ، منشورات دار الكتب القانونية ، القاهرة ، مصر .

١١. الموسوعة الشاملة لقوانين الشركات المساهمة (قانون رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١ واللائحة التنفيذية الصادرة بالقرار رقم ٩٦ لسنة ١٩٨٢ ، القانون رقم ٣ لسنة ١٩٩٨ بشأن تعديل القانون رقم ١٥٩/١٩٨١م ولوائحه التنفيذية ، قرارات وزير الاقتصاد المتعلقة بالشركات المساهمة) ط ٣ ، جُمع من قبل: د. محمدي فتح الله حسين ، منشورات دار العربي ، القاهرة ، مصر ، ٢٠٠٤ .

١٢. دليل قواعد حوكمة الشركات المصري .

١٣. قانون الأوراق المالية الأردني رقم ٧٦ لسنة ٢٠٠٢ ، الأردن ، (تم تحميله من الموقع الالكتروني لهيئة الأوراق المالية الأردنية) .

١٤. تعليمات إفصاح الشركات المصدرة والمعايير المحاسبية ومعايير التدقيق لسنة ٢٠٠٤ المعدلة بموجب قرار مجلس مفوضي هيئة الأوراق الأردنية رقم ٢٥٧/٢٠٠٥ ، الأردن . (تم تحميله من الموقع الإلكتروني لهيئة الأوراق المالية الأردنية) .

١٥. موسوعة التشريعات والاجتهادات القضائية ، قانون الشركات رقم ٢٢ لسنة ١٩٩٧ وتعديلاته لغاية القانون رقم ١٧ لسنة ٢٠٠٣ ، جمع من قبل : د. محمد أبو بكر ، منشورات دار الثقافة للنشر والتوزيع ، عمّان ، الأردن .

١٦. مشروع دليل قواعد حوكمة الشركات المساهمة المدرجة في بورصة عمّان ، أيلول ٢٠٠٦ ، تم تحميله من الموقع الالكتروني لهيئة الأوراق المالية الأردنية) .

١٧. المرسوم الأميري لسنة ١٩٨٣ بتنظيم سوق الكويت للأوراق المالية مع لائحته الداخلية ، بالإضافة إلى قرارات وزارية وقرارات لجنة السوق بشأن تنظيم إدراج وتداول الأوراق المالية وعمل الوسطاء ومعاونيهم في السوق وتنظيم الإفصاح عن المصالح في شركات المساهمة ، دولة الكويت ، (تم تحميله من الموقع الالكتروني لسوق الكويت للأوراق المالية) .

١٨. قانون التجارة الكويتي رقم ٦٨ لسنة ١٩٨٠ ، دولة الكويت ، (تم تحميله من موقع مجموعة عرب للقانون) .

١٩. قانون الشركات التجارية الكويتي رقم ١٥ لسنة ١٩٦٠ وتعديلاته ، دولة الكويت ، (تم تحميله من موقع مجموعة عرب للقانون) .

٢٠. القانون رقم ٢ لسنة ١٩٩٩ في شأن الإعلان عن المصالح في أسهم شركات المساهمة ، والقرار الصادر عن لجنة سوق الكويت للأوراق المالية رقم ٥ لسنة ١٩٩٩ بشأن تنظيم الإفصاح عن المصالح في شركات المساهمة ، دولة الكويت ، (تم تحميلهما من الموقع الالكتروني لسوق الكويت للأوراق المالية) .

٢١. قانون إنشاء سوق الدوحة للأوراق المالية رقم ١٤ لسنة ١٩٩٥ ، بالإضافة إلى اللائحة الداخلية لسوق الدوحة للأوراق المالية ، دولة قطر ، (تم تحميله من الموقع الالكتروني لسوق الدوحة للأوراق المالية) .

٢٢. قانون الشركات التجارية القطري رقم ٥ لسنة ٢٠٠٢ ، دولة قطر ، (تم تحميله من موقع مجموعة عرب للقانون) .

٢٣. المرسوم بقانون رقم ٤ لسنة ١٩٨٧ بإنشاء وتنظيم سوق البحرين للأوراق المالية ، والقرار الصادر عن وزير التجارة والزراعة البحريني رقم ١٣ لسنة ١٩٨٨ بإصدار اللائحة الداخلية لسوق البحرين للأوراق المالية ، بالإضافة إلى مجموعة من القرارات واللوائح المنظمة لسوق البحرين للأوراق المالية ، مملكة البحرين ، (تم التحميل من الموقع الالكتروني لسوق البحرين للأوراق المالية) .

٢٤. قانون الشركات التجارية البحريني رقم ٢٨ لسنة ١٩٧٥ ، مملكة البحرين ، (تم تحميله من موقع مجموعة عرب للقانون) .

٢٥. قانون سوق رأس المال العُماني رقم ٨٠ لسنة ١٩٩٨ ، سلطنة عمان ، (تم تحميله من موقع مجموعة عرب للقانون) .

٢٦. قانون سوق مسقط للأوراق المالية رقم ٥٣ لسنة ١٩٨٨ ، سلطنة عمان ، (تم تحميله من موقع مجموعة عرب للقانون) .
٢٧. قانون الشركات التجارية العماني رقم ٤ لسنة ١٩٧٤ ، سلطنة عُمان ، (تم تحميله من موقع عرب للقانون) .
٢٨. نظام الشركات رقم ٦ لسنة ١٩٦٥ ، المملكة العربية السعودية ، (تم تحميله من موقع عرب للقانون) .
٢٩. قانون سوق بغداد للأوراق المالية لسنة ١٩٩١ ، جمهورية العراق ، (تم تحميله من الموقع الالكتروني لسوق بغداد للأوراق المالية والذي أصبح باسم " سوق العراق للأوراق المالية ") .
٣٠. قانون الشركات العراقي رقم ٢١ لسنة ١٩٩٧ ، جمهورية العراق ، (تم تحميله من الموقع الالكتروني لسوق بغداد للأوراق المالية والذي أصبح باسم " سوق العراق للأوراق المالية ") .
٣١. قانون رقم ٨٠ لسنة ٢٠٠٢ بإصدار قانون مكافحة غسل الأموال ، جمهورية مصر العربية .
٣٢. قرار رقم ١٦/٣ لسنة ٢٠٠٥ بشأن التعليمات الخاصة بإجراءات حظر ومكافحة غسل الأموال وتمويل الإرهاب في سوق الدوحة للأوراق المالية ، دولة قطر .

سادساً : الأحكام القضائية :

===============

١. حكم محكمة النقض المصرية في الطعن رقم ٢٤٥٧ لسنة ٥٩ القضائية في الجلسة المؤرخة ١٩٧٠/١/٢٠ ، مجموعة الأحكام الصادرة من الهيئة العامة للمواد المدنية والدوائر المدنية والتجارية ودوائر الأحوال الشخصية ، السنة ٤٨ ، المكتب الفني ، محكمة النقض ، مطبعة دار القضاء العالي ، ١٩٧٠ ، القاهرة ، جمهورية مصر العربية .

٢. حكم محكمة النقض المصرية في الطعن رقم ١٦٢٥ لسنة ٤٠ القضائية في الجلسة المؤرخة ١٩٧٠/١٢/١٣ ، مجموعة الأحكام الصادرة من الهيئة العامة للمواد الجنائية ومن الدائرة الجنائية ، السنة ٢١ ، العدد ٣ ، المكتب الفني ، محكمة النقض ، القاهرة ، مصر .

٣. حكم محكمة النقض المصرية في الطعن رقم ٤٨٨ لسنة ٣٩ القضائية في الجلسة المؤرخة ١٩٧٥/٣/١٩ ، مجموعة الأحكام الصادرة من الدوائر المدنية والتجارية ومن دوائر الأحوال الشخصية ، السنة ٢٦ ، المكتب الفني ، محكمة النقض ، مطبعة دار القضاء العالي ، ١٩٧٧ ، القاهرة ، جمهورية مصر العربية .

٤. حكم محكمة النقض المصرية في الطعن رقم ٦٦٩ لسنة ٤١ القضائية في الجلسة المؤرخة ١٩٧٥/٦/٢٥ ، القاعدة رقم ٢٤٦ ، مجموعة الأحكام الصادرة من الدوائر المدنية والتجارية ومن دوائر الأحوال الشخصية ، السنة ٢٦ ، المكتب الفني ، محكمة النقض ، مطبعة دار القضاء العالي ، ١٩٧٧ ، القاهرة ، مصر .

٥. حكم محكمة النقض المصرية في الطعن رقم ٦٣٤ لسنة ٤٢ القضائية في الجلسة المؤرخة ١٩٧٦/٦/٢١، القاعدة رقم ٢٦٢ ، مجموعة الأحكام الصادرة من الدوائر المدنية والتجارية ومن دوائر الأحوال الشخصية ، السنة ٢٧ ، المكتب الفني ، محكمة النقض ، مطبعة دار القضاء العالي ، ١٩٧٨ ، القاهرة ، جمهورية مصر العربية .

٦. حكم المحكمة الاتحادية العليا في الطعن رقم ٢٧٥ في الجلسة المؤرخة ١٩٩٣/٥/٢ ، السنة ١٤ القضائية ، القاعدة رقم ١٣١ ، السنة الخامسة عشرة ، العدد الثاني ، ط ١ ، ١٩٩٥ ، المحكمة الاتحادية العليا ، المكتب الفني ، أبوظبي ، دولة الإمارات العربية المتحدة .

٧. حكم المحكمة الاتحادية العليا في الطعون أرقام ١٤٤ و ٢٠٢ و ٦٥٠ في الجلسة المؤرخة ٢٠٠١/٤/١٠ ، السنة ٢٢ القضائية ، القاعدة رقم ٩٩ ، السنة الثالثة والعشرين ، العدد الثاني ، ط ١ ، ٢٠٠٢ ، المحكمة الاتحادية العليا ، المكتب الفني ، أبوظبي ، دولة الإمارات العربية المتحدة .

٨. حكم محكمة تمييز دبي في الطعن رقم ٢٠٠٢/١٥٥ حقوق ، الجلسة المؤرخة ٢٠٠٢/٦/٨ ، القاعدة رقم ٨٦ ، مجموعة الأحكام والمبادئ القانونية الصادرة في المواد المدنية والتجارية ، العدد ١٣ ، سنة ٢٠٠٢ ، دبي ، دولة الإمارات العربية المتحدة .

٩. حكم محكمة تمييز دبي في الطعن رقم ٢٠٠٥/٤٣ جزاء ، الجلسة المؤرخة ٢٠٠٥/٤/٢ ، القاعدة رقم ٤٨ ، مجموعة الأحكام والمبادئ القانونية الصادرة في المواد الجزائية ، العدد ١٦ ، ٢٠٠٥ ، محكمة تمييز دبي ، المكتب الفني ، دبي ، دولة الإمارات العربية المتحدة .

١٠. حكم محكمة تمييز دبي الصادر بتاريخ ٢٠٠٧/١٠/٠٨ في الطعن رقم ٢٠٠٧/٢٧٠ تمييز (غير منشور) .

١١. حكم محكمة دبي الابتدائية الصادر بتاريخ ٢٠٠٥/١٠/٣١ في القضية رقم ٢٠٠٥/١٧٣٧٣ جنح (غير منشور) .

١٢. حكم محكمة استئناف دبي الصادر بتاريخ ٢٠٠٧/٦/١٨ في القضية رقم ٢٠٠٥/٥٥١٢ استئناف (غير منشور) .

١٣. حكم محكمة النقض الفرنسية ، الدائرة التجارية ، ٢ يوليو ١٩٨٥ ، . Bull joly , 1989 , p. 702 ، قضية السيد / Coitreau .

المراجع الأجنبية :

============

- **GENERAL BOOKS:**

=================

1. **DENIS KEENAN**, "Company Law", 7th edition, Pitman Publishing, London, U.K., 1987.
2. **ELDON HENDRIKSEN**, "Accountant Theory", R.D. Irwin, New York, 1992.
3. **GEOFFREY MORSE, ENID A. MARSHALL & RICHARD MORRIS**, "Company Law", 12th edition, Stevens & Sons, London, U.K., 1983.
4. **G. RIPERT et R. ROBLOT**, "Traite elementaire de droit Commercial", T. 2, ed. 1986.
5. **M C OLIVER**, "Company Law", 10th edition, The M & E Handbook Series, Great Britain, 1987.
6. **STEPHEN W. MAYSON, DEREK FRENCH & CHRISTOPHER L. RYAN** , "Company Law", 8 Edition, Blackstone Press Limited, London, Great Britain, 1991.

- **SPECIALIST BOOKS:**

1. **B. O'NEILL WYSS**, " Fundamentals of the Stock Market " , Me Grew-Hill, New York, U.S.A, 2001.
2. **CORINE VAN DEN BUSSCHE**, "La Protection Penale Contre Le`spionnage Des Secrets Da`ffaires (IRE PARTIE)" . PA numero, 1995.
3. **DAVID D HODDOK**, "Insider Trading", Librety Fund Inc., USA, 2002.
4. **D. VATEL**,"A spects judiciaries et juridictionnels du pouvoir de sanction de la COB", Rev., janvier-mars, 1994.
5. **F. AUCKENTHLER**, Marches financiers, obligations d' intermediation et de concentration des operations sur instruments financiers admis aux negociations d'un marche' Reglement", JCP, n49, ed. E,3 decembre 1998, p 1914.

6. **J. SAIN-GEOURS,** " L'information boursiere", petites affiches, n 71, du 15 juin 1994 ; H-J. Schroth, op. cit., petites affiches du 10 janvier 1996.
7. **JOHN C. COFFEE, JR. & JOEL SELIGMAN** , "Federal Securities Laws", Thomson West, Foundation Press, 2004, New York, U.S.A.
8. **JOSEPH E. GRANVILLE,** "The coming great crash in the Stock Market", Scribener book, New York, USA, 1985.
9. **JONATHAN MORELAND,** "Profit from Legal Insider Trading", Dearbon Financial Publishing Inc., USA, Chieago, 2000.
10. **MICHAEL BECKET,** "How the Stock Market Works", second edition, Kogan Page Limited, London, U.K., 2006.
11. **R. BRIEF R.,** "Accountant Responsibility in Historical Perspective, The Accounting Review", 1975.
12. **RUSSELL O. WRIGHT,** "Chronology of the Stock Market", Mc Farland, North Carolina, USA, 2002.
13. **STEPHEN M. BAINBRIDGE,** "Securities Law : Insider Trading", Foundation Press, New York, U.S.A., 1999.
14. **WEINBERG M. A BLANK M. V. & GREYSTOKE A. L.,**" Takeover and Megers", 4th edition, Sweet & Maxwell, London, 1979.

- **RESEARCHS:**

============

1. **MARIE - CLAUDE, ROBERT,** "Bourses de vdeurs, Encyclopedie", Dalloz . Commercial, 1979.
2. M. MEYSSAN, "les droits des actionnaires et des autres porteurs de titres dans les societes anonyms" 1963 ; X. Martin, Encycl. Dalloz, Secietes, Vo Actions.

- **LAWS :**

----

1. American Securities Act of 1933.
2. American Securities Exchange Act of 1934 .

المراجع الأخرى المتفرقة :

١. الموقع الالكتروني لهيئة الأوراق المالية والسلع : www.sca.ae

٢. الموقع الالكتروني لسوق دبي المالي : www.dfm.ae

٣. الموقع الالكتروني للهيئة العامة لسوق المال المصرية : www.cma.gov.eg

٤. الموقع الالكتروني لبورصتي القاهرة والإسكندرية : www.egyptse.com

٥. الموقع الالكتروني لهيئة الأوراق المالية الأردنية : www.jsc.gov.jo

٦. الدليل الإرشادي (تم تحميله من الموقع الالكتروني لهيئة الأوراق المالية – الأردن) .

٧. الموقع الالكتروني لمركز إيداع الأوراق المالية الأردني : www.sdc.com.jo

٨. الموقع الالكتروني لبورصة عمّان : www.ammanstockex.com

٩. الموقع الالكتروني لسوق البحرين للأوراق المالية : www.bahrainstock.com .

١٠. الموقع الالكتروني لسوق الدوحة للأوراق المالية : www.dsm.com.qa

١١. الموقع الالكتروني لهيئة السوق المالية السعودية : www.cma.org.sa

١٢. الموقع الالكتروني لسوق الأسهم السعودية (تداول) : www.tadawul.com.sa

١٣. سوق الكويت للأوراق المالية ، دليل السوق ، اسطوانة سي دي .

١٤. الموقع الالكتروني لسوق الكويت للأوراق المالية : www.kuwaitse.com

١٥. الموقع الالكتروني لسوق العراق للأوراق المالية: www.isx-iq.net

١٦. الموقع الالكتروني لبورصة لندن : www.londonstockexchange.com

١٧. الموقع الالكتروني لبنك السودان : www.sudanbank.org

١٨. موقع إسلام أون لاين : www.islamonline.net

١٩. موقع مجموعة عرب للقانون : www.arablaw.org

20. **"Report about: How the S.E.C. protects investors and maintains market integrity", Washington D.C., 2002.**

المحتــوى

الموضـــــــوع	الصفحة

الموضـــــــــوع	الصفحة

الموضـــــــــــوع	الصفحة

الفصل الأول

الموضــــــــــــوع	الصفحة

الموضـــــــوع	الصفحة

الموضـــــــوع	الصفحة

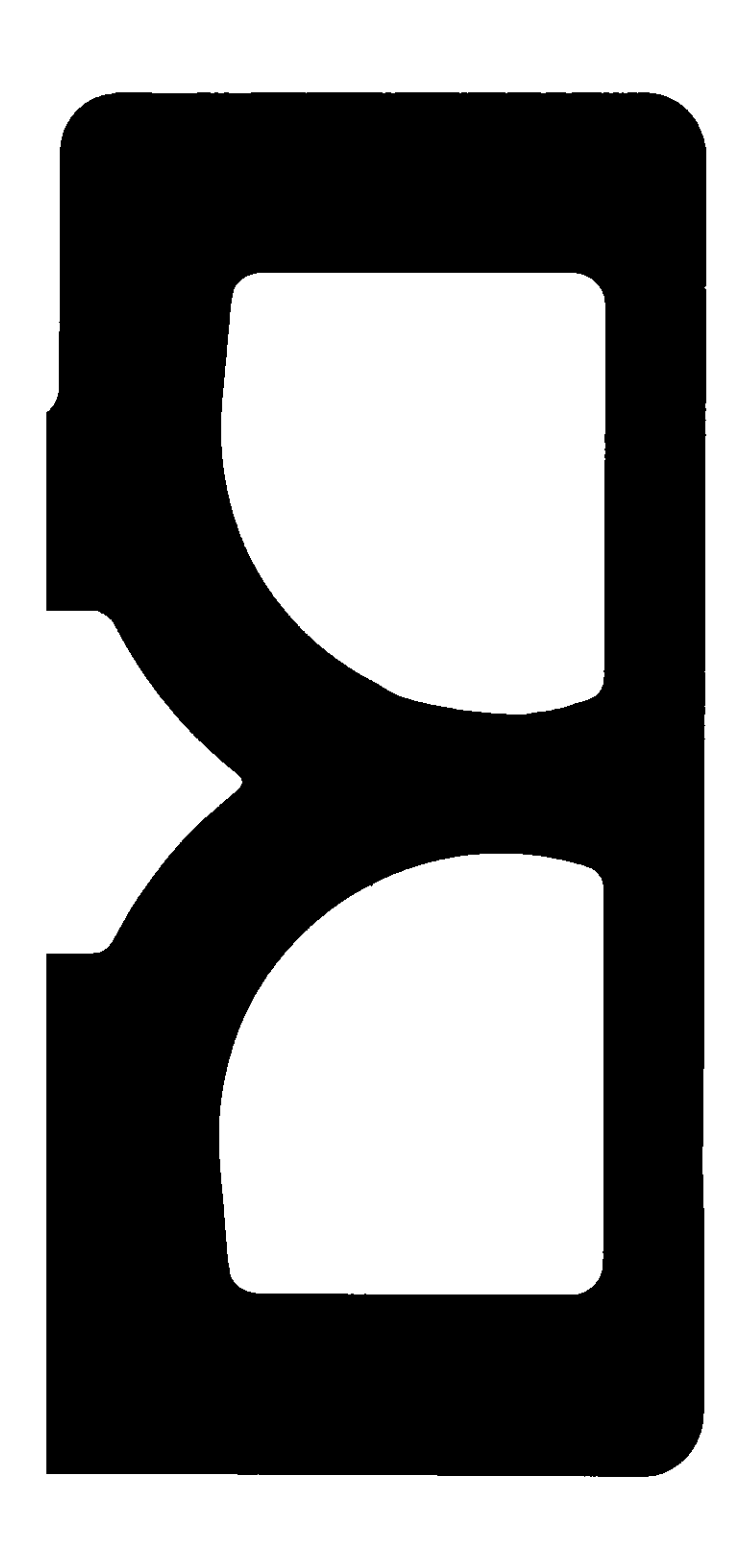
الموضـــــــــــوع	الصفحة

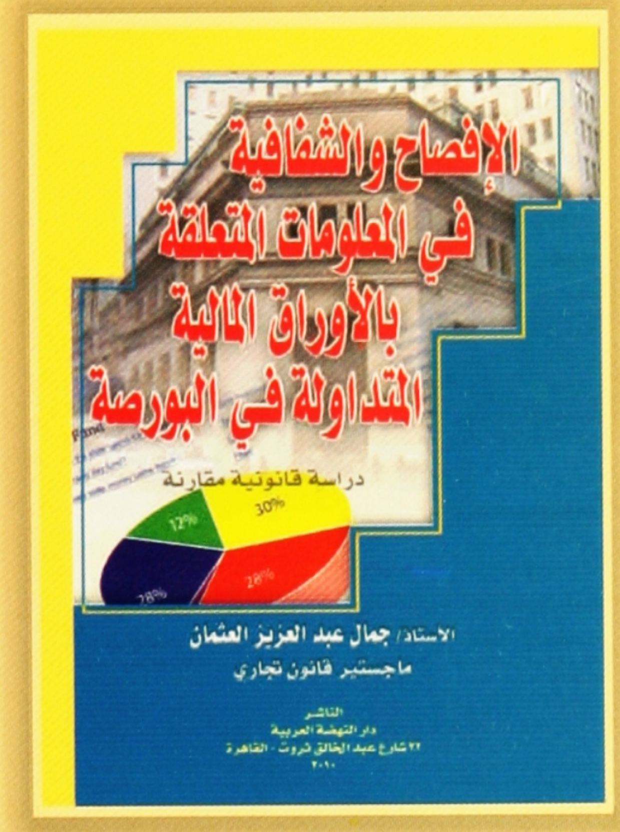
الموضــــــوع	الصفحة

الموضــــــــــوع	الصفحة

الموضـــــــوع	الصفحة

الموضـــــوع	الصفحة




الإفصاح والشفافية
في المعلومات المتعلقة
بالأوراق المالية
المتداولة في البورصة
دراسة قانونية مقارنة
30%
12%
28%
28%
الاستاذ/ جمال عبد العزيز العثمان
ماجستير قانون تجاري
الناشر
دار النهضة العربية
٣٢ شارع عبد الخالق ثروت - القاهرة
٢٠١٠

SAMER'S des


دار
النهضة
العربية
للنشر والتوزيع